

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ISADORA BERNARDES FERREIRA

Aplicabilidade dos preceitos teóricos da Hipótese dos Mercado Eficientes na variação da cotação diária de ações: Estudo de caso do Grupo Casas Bahia

Uberlândia

2025

ISADORA BERNARDES FERREIRA

Aplicabilidade dos preceitos teóricos da Hipótese dos Mercado Eficientes na variação da cotação diária de ações: Estudo de caso do Grupo Casas Bahia

Monografia apresentada ao Curso de Graduação: Bacharelado em Ciências Econômicas, do Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como pré-requisito para conclusão do Curso.

Orientadora: Prof.^a. Dra. Neirlaine Silva de Almeida

Uberlândia

2025

ISADORA BERNARDES FERREIRA

Aplicabilidade dos preceitos teóricos da Hipótese dos Mercado Eficientes na variação da cotação diária de ações: Estudo de caso do Grupo Casas Bahia

Monografia apresentada ao Curso de Graduação: Bacharelado em Ciências Econômicas, do Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como pré-requisito para conclusão do Curso.

Uberlândia, 09 de maio de 2025.

BANCA EXAMINADORA

Prof.^a. Dra. Neirlaine Silva de Almeida
FACIC UFU

Prof. Dr. Germano Mendes de Paula
IERI UFU

Prof.^a. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz
IERI UFU

RESUMO

Este trabalho investigou, por meio de um estudo de caso, se as variações do preço das ações do Grupo Casas Bahia (BHIA3) refletem alguma das formas de eficiência previstas na Hipótese dos Mercados Eficientes (HME). A análise concentrou-se nos principais *outliers* de variação do preço da ação em comparação à variação do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOV), buscando identificar se essas oscilações foram motivadas por informações novas e públicas no mercado. Utilizando abordagem exploratória, qualitativa e comparativa, com o Magazine Luiza (MGLU3) como *benchmark*, o estudo revelou que, em geral, a variação dos preços tende a se comportar de forma coerente às informações disponíveis, indicando presença de eficiência fraca ou semiforte. No entanto, também foram observados atrasos na incorporação das informações e dos movimentos de preços cuja intensidade não foi proporcional aos eventos, sugerindo momentos de ineficiência. Por fim, o trabalho evidencia que, embora o mercado tenda a reagir de forma coerente às informações, nem sempre o faz de forma imediata ou proporcional, o que expõe oportunidades e riscos que devem ser considerados por investidores e analistas na tomada de decisão.

Palavras-chave: Hipótese dos Mercados Eficientes; estudo de caso; variação no preço das ações; *outliers*; Grupo Casas Bahia.

ABSTRACT

This study investigated, through a case study, whether fluctuations in the stock price of Grupo Casas Bahia (BHIA3) reflect any of the forms of efficiency proposed by the Efficient Market Hypothesis (EMH). The analysis focused on major outliers in the stock's price movements compared to variations in the São Paulo Stock Exchange Index (IBOV), with the aim of determining whether these anomalies were driven by new and publicly available market information. Employing an exploratory, qualitative, and comparative methodology—using Magazine Luiza (MGLU3) as a benchmark—the study found that, overall, price variations tend to align with available information, suggesting the presence of weak-form or semi-strong-form market efficiency. However, the analysis also identified delays in the incorporation of information and price reactions whose magnitude was disproportionate to the underlying events, indicating episodes of market inefficiency. Ultimately, the findings suggest that while the market generally responds coherently to new information, it does not always do so in an immediate or proportionate manner, thereby exposing both opportunities and risks that should be carefully considered by investors and analysts in their decision-making processes.

Keywords: Efficient Market Hypothesis; case study; fluctuations in the stock price; outliers; Grupo Casas Bahia.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	5
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	7
3. METODOLOGIA.....	11
4. SOBRE O GRUPO CASAS BAHIA.....	14
4.1. Características gerais.....	14
4.2. Histórico.....	15
4.3. Indicadores de desempenho econômico do setor e da companhia.....	17
5. ANÁLISE DE DADOS.....	19
5.1. 1º <i>outlier</i> (18/03/2020): -21,18 p.p.....	19
5.2. 2º <i>outlier</i> (14/09/2023): -19,95 p.p.; e 3º outlier (15/09/2023): -15,02 p.p.....	23
5.3. 4º <i>outlier</i> (29/04/2024): +33,54 p.p.....	28
5.4. 5º <i>outlier</i> (28/04/2020): +15,49 p.p.; e 6º outlier (27/04/2020): +14,79 p.p.....	32
5.5. Quadro comparativo dos outliers.....	35
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	36
REFERÊNCIAS.....	39

INTRODUÇÃO

Markowitz (1952) inaugura a ideia de tomada de decisão em ambiente de risco, de modo que os investidores esperam ser compensados pelo risco que assumem em relação à alocação de recursos. É possível dizer que, por meio do sistema financeiro, essa alocação é a integração entre agentes, os quais financiam as atividades de outros agentes, assumindo um maior ou menor risco sob a prerrogativa de receber maiores ou menores retornos. Por exemplo, os investidores podem financiar as atividades de empresas de duas formas: via dívida (são esperados menores risco e retorno) e via capital de seus acionistas (são esperados maiores risco e retorno).

Nesse sentido, o mercado de capitais é um segmento do sistema financeiro que viabiliza o financiamento de empresas via capital. Esse processo ocorre por meio da emissão e negociação de títulos representativos do capital dessas empresas, como as ações. As ações, portanto, são disponibilizadas para o mercado para que investidores possam comprá-las e, assim, se tornarem acionistas e financiarem as empresas via capital.

Em perspectiva disso, o mercado de capitais desempenha um papel fundamental para o desenvolvimento econômico, pois permite o financiamento de projetos produtivos, uma alocação mais eficiente de recursos distribuídos pela economia, a diversificação de riscos e a geração de emprego e renda.

Dada a relevância do mercado de capitais e da negociação de ações para a economia, vale aprofundar o estudo sobre a formação dos preços das ações. Após o *initial public offering* (IPO), ou oferta pública inicial de uma empresa que passou por abertura de capital (ou seja, que vai negociar ações na bolsa de valores), os preços das suas ações são determinados por oferta e demanda. Esse entendimento leva a outras questões, como o que pode levar a mudanças nesses movimentos de oferta e demanda, ou seja, a mudanças nos preços das ações. Ou ainda, se essas mudanças são “justas” ou “adequadas”, se representam a realidade vivida pela empresa, pelo país, pela economia e pelo mundo.

Segundo Fama (1965), a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) determina que todas as ações são adequadamente precificadas pelo mercado, uma vez que a variação dos preços desses papéis reflete todas as informações disponíveis a respeito das empresas listadas. Vale dizer que a HME é uma influente hipótese na área da moderna teoria de finanças, pois ao afirmar que os preços das ações refletem toda a informação disponível, implica que os investidores não podem obter retornos acima da média de mercado de forma sistemática. A Hipótese dos Mercados Eficientes, consolidada por Eugene Fama nos textos *The Behavior of Stock-Market*

Prices e Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, de 1965 e 1970, respectivamente, foi o principal referencial teórico dessa pesquisa.

Entretanto, há evidências que contrariam essa hipótese, mostrando que existem fatores que afetam e distorcem os preços das ações. Nesse sentido, o livro *Financial Accounting Theory*, de William Scott (1995), que aborda os fundamentos e as implicações da teoria da contabilidade financeira para a análise e a tomada de decisões no mercado de capitais, apoiou o entendimento de anomalias de mercado, como assimetrias de informações, *insider trading*, seleção adversa e *value relevance*¹.

Em perspectiva disso, o presente estudo tem como tema norteador a análise da aplicabilidade prática da HME (e de suas prerrogativas de formas de eficiência fraca, semiforte e forte) na análise da variação do preço das ações de uma das empresas mais relevantes do setor varejista, por meio de um estudo de caso, e contemplando dados referentes ao período entre os anos de 2017 a meados de 2024.

Além disso, esse trabalho tem o intuito de responder ao seguinte problema de pesquisa: A variação do preço das ações da empresa escolhida para o estudo de caso é satisfatoriamente explicada pelas prerrogativas das formas fraca, semiforte e forte de eficiência características da Hipótese dos Mercados Eficientes? A hipótese básica desse trabalho é de que a HME e sua tipificação de formas de eficiências não são capazes de explicar, suficientemente bem, a variação do preço das ações da empresa escolhida para o estudo de caso.

O objetivo geral da pesquisa é verificar se a variação do preço das ações da empresa escolhida para a análise corresponde a alguma das formas de eficiência tipificadas na HME, avaliando circunstâncias específicas em que ocorreram variações drásticas da cotação (se comparado com o IBOV) e tentando identificar se essas mudanças correspondem ao surgimento de informações relevantes e públicas no mercado (ou seja, se correspondem ao processo de incorporação dessas informações ao preço).

Os resultados do estudo podem contribuir com a avaliação da eficiência do mercado e da bolsa de valores brasileira quanto à variação dos preços das ações em relação ao surgimento de novas informações relevantes, avaliando se houve coerência no processo de incorporação dessas aos preços. A percepção da eficiência oriunda dessa análise (e a pormenorização de pontos que endossam a eficiência e os pontos que discordam da eficiência, bem como a

¹ Esses elementos estão explicados de forma mais na seção de “revisão bibliográfica”.

tipificação das diferentes formas de eficiência) podem contribuir com a tomada de decisão dos investidores que desejarem fazer aportes nessas empresas (ou em outras) do mercado brasileiro.

Em perspectiva dos objetivos específicos:

- i. Fazer uma revisão da literatura sobre a Hipótese dos Mercados Eficientes, destacando as contribuições de Eugene Fama.
- ii. Entender os fatores que podem gerar falhas de mercado e distorções nos preços das ações.
- iii. Observar o comportamento do preço das ações da empresa varejista brasileira escolhida no período de 2017 a meados de 2024, comparando-o com o comportamento da performance do IBOV e buscando por variações diárias discrepantes entre eles.
- iv. Fazer uma análise investigativa dos fatores que podem ter levado ao comportamento de variações discrepantes das cotações, podendo esses ser de caráter macroeconômico, de performance financeira das empresas ou ainda eventos e atitudes públicas que estejam relacionados com as empresas.

Essa pesquisa se justifica por apresentar uma abordagem atualizada e investigativa sobre a aplicabilidade da HME no mercado de capitais brasileiro. Portanto, além da contribuição para a análise dos fatores que influenciam a variação dos preços das ações e das possíveis anomalias e ineficiências do mercado, o recorte temporal, setorial e metodológico (estudo de caso) escolhido permite um estudo mais profundo e detalhado da aplicabilidade da HME no mercado de capitais brasileiro, especificamente no varejo nacional nos últimos anos.

A escolha pelo varejo se dá pela relevância do setor para a economia brasileira, com relevante contribuição no Produto Interno Bruto (PIB), no emprego e na arrecadação de impostos. Sua atividade é altamente sensível às mudanças nos hábitos de consumo, ao cenário macroeconômico e a eventos inesperados, como a pandemia de Covid-19.

O mercado de capitais brasileiro, por sua vez, é um ambiente diretamente relevante para os investidores, mas que indiretamente impacta todos os brasileiros no geral dada a sua importância para o financiamento das empresas brasileiras via capital, o que impacta o ambiente empresarial nacional em sua totalidade.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Os mercados de capitais são espaços onde as empresas e os investidores interagem para negociar ações e outros ativos financeiros. A forma como o preço desses ativos é formada é, por sua vez, o objeto principal da Hipótese da Eficiência dos Mercados, que foi consolidada por Eugene Fama nos textos *The Behavior of Stock-Market Prices* (1965) e *Efficient Capital*

Markets: A Review of Theory and Empirical Work (1970) e é o principal eixo teórico que amparará os estudos de caso desenvolvidos nesse trabalho.

Fama (1965) definiu que um mercado considerado eficiente é aquele em que há muitos participantes racionais buscando maximizar seus retornos, cada um tentando antecipar os valores intrínsecos das companhias, e onde as informações relevantes atuais estão, na prática, livremente acessíveis para todos. A ampla disponibilidade de informações nos mercados eficientes faz com que o preço de um dado ativo seja coerente com as estimativas do mercado sobre o seu valor justo, uma vez que todas as informações disponíveis estão incorporadas naquele preço.

O mecanismo para essa especificação eficiente está no fato de que apenas o surgimento de novas informações é capaz de alterar as perspectivas de geração futura de retorno das companhias, e é isso que determina a percepção de valor intrínseco das companhias. A perspectiva do valor intrínseco e o desejo de maximizar retornos determinam as dinâmicas de oferta e demanda pelas ações das companhias (a tendência dessa dinâmica é a venda do título caso o “valor de tela” se mostre superior ao valor intrínseco e compra do título caso o “valor de tela” se mostre inferior ao valor intrínseco) (FAMA, 1965).

Desse modo, o surgimento de novas informações é o que faz com que os preços dos papéis variem. Isso faz com que o processo de formação do preço de uma ação seja um “passeio aleatório”, o que tem como implicação que observar padrões passados de variação da cotação de uma companhia não fornece informações capazes de antecipar qualquer padrão futuro. Outra implicação é que, para que um investidor obtenha uma vantagem (ou seja, retorno superior à média de retorno dos investidores no mercado), é preciso que esse investidor tenha acesso a informações ainda não amplamente conhecidas (FAMA, 1965).

Fama (1970) ainda determina que a HME pode ser classificada em três formas, conforme o grau de informação que está incorporado nos preços: fraca, semiforte e forte. A forma fraca afirma que os preços das ações refletem as informações históricas, de modo que as análises técnicas não são eficazes para identificar ações “baratas” e gerar ganhos acima da média do mercado consistentemente. A forma semiforte afirma que os preços das ações refletem não apenas as informações históricas, mas todas as informações públicas atuais sobre as empresas e o mercado, o que implica que as análises fundamentais, que se baseiam em dados contábeis e econômicos para estimar o valor intrínseco das empresas, também não são eficazes para gerar ganhos acima da média do mercado. A forma forte, por fim, afirma que os preços das ações refletem todas as informações, públicas ou privadas, de modo que nem mesmo os

investidores com acesso a informações privilegiadas podem obter lucros extraordinários. Essa forma implica que os mercados são perfeitamente eficientes, e que não há nenhuma fonte de informação que possa gerar ganhos excepcionais para os investidores.

Em outras palavras, os preços das ações são determinados pela oferta e demanda dos investidores, que são racionais e usam todas as informações públicas disponíveis para avaliar o valor justo das empresas. Assim, não seria possível obter rentabilidades superiores à média do mercado, de forma consistente e duradoura.

Caso essas afirmações sejam verdadeiras, e a única forma de atingir um retorno superior à média de mercado for por meio do acesso a informações ainda não amplamente conhecidas, bem como o preço dos ativos é uma função de “passeio aleatório”, parece que seria mais vantajoso para os investidores montar portfólios compostos por índices de mercado (como o IBOV) e minimizar seus custos de negociação. Entretanto, de forma intuitiva, é possível observar que há investidores que extraem retornos excepcionais de forma consistente e duradoura do mercado de capitais. Esse trabalho não se propõe a mostrar como esses investidores superam os retornos médios do mercado, mas sim identificar se é possível e discutir como essas oportunidades podem surgir a partir de situações de anomalias de mercado e distorções de preços.

A obra *Financial Accounting Theory*, de William Scott (1995), que aborda os fundamentos e as implicações da teoria da contabilidade financeira para a análise e a tomada de decisões no mercado de capitais, permite o entendimento de evidências que contrariam a HME e mostra que existem fatores que afetam e distorcem os preços das ações, com destaque para anomalias de mercado (assimetrias de informações, *insider trading* e seleção adversa) e *value relevance*.

Segundo Scott (1995), a assimetria de informação ocorre quando uma das partes envolvidas em uma transação possui mais, ou melhor, informação do que a outra, gerando uma situação de vantagem ou desvantagem. No caso dos mercados de ações, existe uma assimetria “natural” que permeia todas as empresas e que beneficia sua gestão. Por esse motivo tem ganhado importância as discussões e a tomada de medidas em prol de boas práticas de governança corporativa. O *insider trading*, por sua vez, é uma forma de aproveitamento da assimetria de informação em que agentes que possuem informações privilegiadas sobre uma empresa negociam suas ações antes que essas informações se tornem públicas, obtendo lucros excepcionais. A seleção adversa, por fim, é outro problema decorrente da assimetria de informação, em que agentes que possuem informações desfavoráveis sobre uma empresa

tendem a vender suas ações, enquanto agentes que possuem informações favoráveis tendem a manter ou comprar suas ações, gerando uma distorção nos preços dos ativos negociados.

Outro destaque dentre os tópicos expostos no texto de Scott (1995) é o *value relevance*, conceito que se refere à capacidade das informações contábeis de capturar ou refletir o valor dos ativos ou das empresas no mercado. O *value relevance* pode ser avaliado pela associação entre as medidas contábeis e as medidas de mercado, bem como pode ser afetado pela qualidade e confiabilidade das informações contábeis. A resposta do mercado às informações contábeis é um fenômeno que se refere à reação dos investidores às divulgações de informações contábeis, sendo influenciada pelo conteúdo, pela forma e pelo *timing* das informações contábeis, que podem causar variações nos preços e nos volumes das ações.

Em perspectiva da revisão aplicada, serão observados textos em que os autores fizeram uso da HME no contexto do mercado acionário brasileiro, tendo cada um dos materiais seguido um diferente recorte setorial/empresarial e temporal.

Primeiramente, Forti, Peixoto e Santiago (2009) fizeram um levantamento das pesquisas realizadas no Brasil sobre a eficiência do mercado de ações nacional, subdividido nos três tipos de eficiência propostos por Fama. Trata-se de um estudo exploratório, baseado em pesquisa documental e eletrônica, a partir de uma compilação de dados provenientes dos principais congressos nacionais da área financeira, visando identificar se os autores dos referidos trabalhos aceitam ou rejeitam a hipótese de eficiência do mercado. O material leva à percepção de que o mercado de ações nacional possui ineficiências, as quais foram encontradas e apontadas pelos pesquisadores observados.

Araujo *et al.* (2022) se propuseram a avaliar a reação do mercado e do setor bancário à divulgação das fraudes do Banco Panamericano. Além disso, foi analisada a reação do mercado e do setor bancário à solução aplicada, por meio da utilização de recursos do Fundo Garantidor de Crédito, para a viabilização da transferência do controle da entidade. O material leva à percepção de reação negativa do mercado: as ações do Panamericano e da indústria bancária apresentaram retornos anormais acumulados negativos após a divulgação das fraudes. Com a comunicação da solução do caso e a indicação da transferência de controle, as ações do Panamericano reagiram positivamente, mas o mesmo não ocorreu em relação ao índice de referência do mercado financeiro, que registrou retornos anormais negativos.

Maciel, Wolff e Rêgo (2015) tiveram como objetivo analisar os dados referentes à aquisição de uma refinaria, observando como essas notícias impactaram as ações da Petrobras e possibilitando um estudo sobre eficiência de mercado. Foram levantados os preços das ações

da empresa 43 dias antes e depois de dois períodos considerados chave para o caso: divulgação pela imprensa sobre a compra da refinaria e o anúncio oficial da Petrobras sobre a finalização da compra. O material leva à percepção de que, no momento do anúncio oficial da Petrobras, o mercado reagiu com variação do preço das ações. Já durante a divulgação pela imprensa, não foi identificada nenhuma grande alteração.

Por fim, Silva, Souza e Lucena (2019) estudaram o impacto do vazamento da delação premiada do executivo da JBS S.A. sobre os retornos do mercado acionário brasileiro. Foram analisados os dados das empresas que compõem o índice IBrX 100, no período de 2017 a 2018. Além disso, o estudo investigou o comportamento dos controladores do grupo JBS no período do vazamento da delação por meio dos formulários ICVM 358². O estudo leva à percepção de que as informações vazadas tiveram impacto sobre o mercado. A relação entre o vazamento da delação premiada e o retorno das ações foi negativa, tanto para o mercado quanto para a JBS. Além de que, próximo ao período do vazamento da delação, os controladores aumentaram consideravelmente o número de ações vendidas, o que pode indicar *insider trading*.

Nota-se que esses estudos avaliaram como a divulgação de notícias ou informações contábeis podem ter afetado o preço das ações. Esse estudo, por outro lado, visa identificar se as principais variações nos preços da empresa foram oriundas de novas notícias ou informações. Essa análise é pertinente para a discussão da forma forte da HME, que pressupõe que o preço da ação já reflete, inclusive, as informações que ainda não são públicas.

3. METODOLOGIA

Em perspectiva das características do estudo proposto, as finalidades do presente trabalho foram exploratórias, contemplando a investigação da variação do preço das ações da empresa escolhida sob a luz do arcabouço teórico da Hipótese dos Mercados Eficientes e sua tipificação de eficiência fraca, semiforte e forte. Os métodos de procedimento englobam um estudo de caso, com procedimentos qualitativos. Destaca-se que o estudo de caso será complementado por uma análise comparativa entre a empresa estudada e outra empresa relevante do setor.

Considerando que o objetivo desse trabalho foi promover um estudo de caso relacionado com a aplicabilidade teórica da HME, a análise foi conduzida de forma investigativa (dentro de recortes setorial e temporal específicos) em relação aos eventos que podem ter provocado, nas

² Documentos que empresas de capital aberto preenchem e enviam à CVM para comunicar operações com valores mobiliários e derivativos.

cotações das empresas escolhidas, variações com diferenças discrepantes em relação às variações nas cotações diárias do IBOV (essas situações com discrepâncias extremas entre a variação das cotações das empresas e do IBOV foram chamados também de *outliers* ao longo do trabalho).

Primeiramente foi feita a definição da empresa para análise, cujos critérios de escolha foram: Firma de capital aberto; Listada na bolsa de valores brasileira (B3); Que atua dentro do Setor de Consumo Cíclico e no Subsetor de Comércio; Sendo uma empresa dentro do segmento de Eletrodomésticos.

De forma mais detalhada, foram investigados os principais *outliers* da companhia. Para cada data em que ocorreu um *outlier* investigado, foi analisada também a variação da cotação (nessa mesma data) de outra empresa, presente no mesmo segmento, para estabelecer um *benchmark*. Desse modo, a empresa investigada foi o Grupo Casas Bahia (BHIA3) e a empresa *benchmark* foi a Magazine Luiza (MGLU3).

A escolha do recorte setorial foi fundamentada no fato de que o varejo é um setor da economia brasileira importante e dinâmico, responsável pela geração de uma parcela significativa do Produto Interno Bruto (PIB), da geração de empregos e da arrecadação de impostos, bem como é um dos setores que sofre fortemente influência das mudanças nos hábitos de consumo, das condições macroeconômicas e dos eventos extraordinários, como a pandemia de Covid-19, que afetou a demanda, a oferta e a rentabilidade das empresas varejistas.

A escolha do recorte temporal, por sua vez, contemplou o período entre 02/01/2017 e 30/06/2024, buscando abranger momentos de alta e baixa volatilidade do mercado, bem como eventos relevantes que afetaram as empresas e o setor, como a pandemia de Covid-19, as mudanças nos hábitos de consumo, as fusões e aquisições, as inovações tecnológicas, entre outros.

Em sequência, foi feita a coleta dos dados que viabilizaram o estudo de caso. Os principais dados utilizados e coletados foram as cotações diárias das duas empresas e do IBOV. A partir desses dados foi possível identificar os *outliers* e seguir para a investigação da possível divulgação de novas informações no mercado que possam ter impactado as cotações da empresa.

As fontes dos dados foram secundárias, de modo que as cotações se referem aos preços de fechamento das ações negociadas na B3 que foram coletados por meio da plataforma Capital IQ. Para a investigação de novas informações disponíveis no mercado, os principais veículos utilizados foram os sites de Relações com Investidores (RI) das companhias (com destaque para

a divulgação de documentos de comunicados ao mercado, fatos relevantes e resultados trimestrais), sítios eletrônicos oficiais do Governo que divulgam dados macroeconômicos (como o site do Banco Central, com registros da taxa básica de juros) e notícias gerais divulgadas na mídia. Para buscar as notícias em cada período específico referentes à ocorrência das cotações *outliers*, foi usada a opção “Ferramentas” no Google para delimitar as datas relevantes para cada pesquisa e, assim, ser mais detalhista em cada data investigada.

O processamento e a análise dos dados foram feitos por meio de tabelamento dos dados em um arquivo de Excel, seguido de algumas etapas.

A primeira etapa buscava obter a variação diária, em percentual (%), dos preços das ações da BHIA3 e do MGLU3, bem como do IBOV. O cálculo da variação (Δ) diária da cotação das ações de cada empresa e do IBOV foi:

$$\Delta \% \text{ diária do preço da ação} = (\text{Preço da ação no dia } n / \text{Preço da ação no dia } n-1) - 1$$

$$\Delta \% \text{ diária do preço do IBOV} = (\text{Preço do IBOV no dia } n / \text{Preço do IBOV no dia } n-1) - 1$$

A segunda etapa buscava identificar os retornos e perdas anormais, em pontos percentuais (p.p.), obtidos por meio das cotações das empresas em relação à cotação do IBOV. O cálculo da diferença entre a Δ diária da cotação das ações de cada empresa e a Δ diária da cotação do IBOV foi:

$$\text{Diferença diária, em p.p., entre as } \Delta \text{ do preço de cada empresa e do IBOV} = \Delta \text{ da cotação da ação no dia } n - \Delta \text{ da cotação do IBOV no dia } n$$

A terceira etapa buscava visualizar os *outliers* (dias, dentro do recorte temporal escolhido, em que ocorreram diferenças discrepantes entre a Δ diária da cotação da ação e a Δ diária da cotação do IBOV). O cálculo para encontrar os *outliers* foi feito por um esquema de *box plotting*:

Após a ordenação dos dados (diferença diária em p.p. entre as Δ das cotações de cada empresa e do IBOV) do menor para o maior, foram calculados a mediana, o primeiro quartil e o terceiro quartil. Em sequência, foi calculado o intervalo interquartil e, por meio dele e dos valores do primeiro e terceiro quartis, foi calculado também os limites inferior e superior dos dados. Dessa forma, todos os dados menores que o limite inferior e todos os dados maiores que o limite superior foram considerados *outliers*.

A quarta etapa se tratou da investigação e do estudo de caso em si. Foram selecionados os seis *outliers* mais relevantes da companhia, sendo três deles os *outliers* mais extremos de variação positiva da cotação e sendo os outros três deles os *outliers* mais extremos de variação

negativa da cotação. Para cada data em que ocorreu um *outlier* na BHIA3, foi analisada a variação da cotação também do MGLU3 para estabelecer um *benchmark*.

A investigação tratou-se da busca por novas informações que possam ter surgido no mercado à época da cotação discrepante, fossem elas mudanças nos dados de natureza financeira das empresas ou de natureza macroeconômica, além de atitudes de agentes públicos relevantes para as empresas ou eventos relevantes para as empresas (possíveis de observar por meio de notícias). Existindo, ou não, novas informações que pudessem estar relacionadas com as cotações desparecantes, foi possível identificar o nível de aplicabilidade dos preceitos da HME, considerando a tipificação de eficiência do mercado nas formas fraca, semiforte e forte, para a variação dos preços das ações das empresas observadas.

4. SOBRE O GRUPO CASAS BAHIA

4.1 Características gerais

O Grupo Casas Bahia é uma das maiores empresas de varejo do Brasil, atuando principalmente na comercialização de eletrodomésticos, eletroeletrônicos, móveis e serviços financeiros. A companhia opera por meio de diferentes marcas, como Casas Bahia, Pontofrio, Extra e Bartira. Em um horizonte de tempo mais recente, a empresa passou a atuar também com soluções financeiras, como o banco digital banQi e a fintech Rede Celer (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2025).

O Grupo opera atualmente com 932 lojas Casas Bahia e 132 lojas Ponto Frio, totalizando 1.064 unidades. Além disso, a companhia mantém uma rede logística com 25 centros de distribuição (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2025). Em relação ao número de colaboradores, em 2024 houve uma redução de aproximadamente 10 mil funcionários, passando de 45 mil para cerca de 35 mil, como parte do plano de reestruturação (UOL ECONOMIA, 2024).

Considerando a classificação de listagem de empresas na B3, as demais concorrentes listadas da BHIA3 (dentro do setor de Consumo Cíclico, subsetor de Comércio e segmento de Eletrodomésticos) são a Allied Tecnologias (ALLD3), o Magazine Luiza (MGLU3) e a Whirlpool (WHRL3). A geração de receita líquida total das quatro empresas foi de R\$ 83.697 milhões em 2024. Em uma *proxy* para o *market share* desse segmento, foi possível observar que o Grupo Casas Bahia foi responsável por 32,50% dessa receita líquida do segmento (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2024), enquanto a Allied Tecnologia foi responsável por 6,60% (RI ALLIED TECNOLOGIA, 2024), o Magazine Luiza por 45,45% (RI MAGAZINE LUIZA, 2024) e a Whirlpool por 15,45% (RI WHIRLPOOL S.A, 2024).

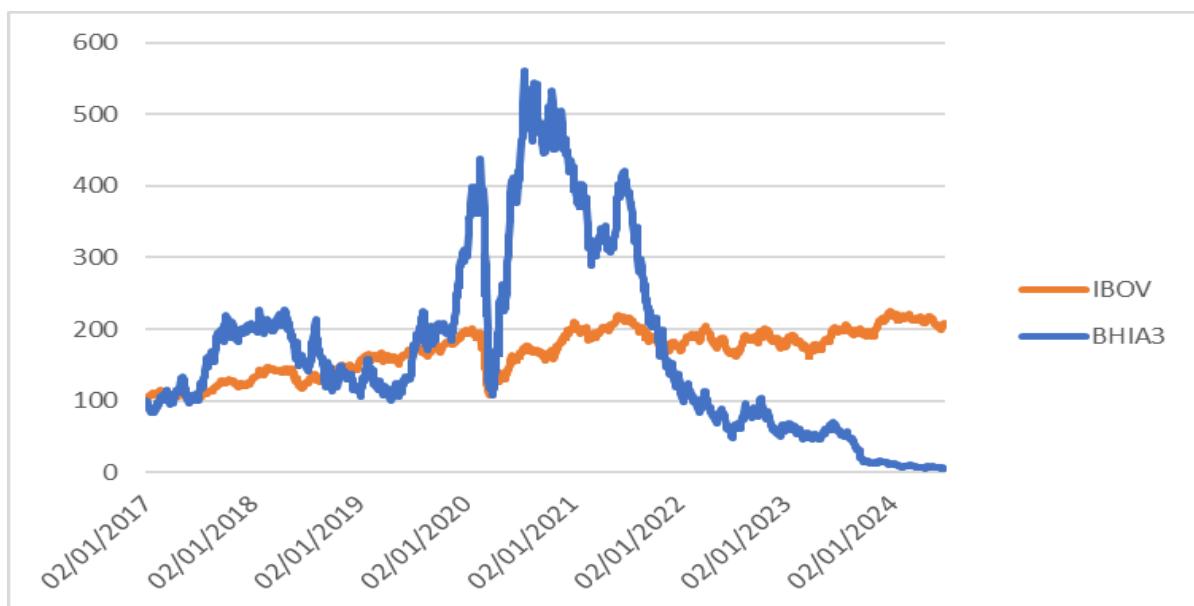
4.2 Histórico

O Grupo Casas Bahia, anteriormente conhecido como Via Varejo e, mais recentemente, como Via S.A., teve como origem a fundação do Pontofrio, em 1946. Em 1996, a Globex, controladora do Pontofrio, realizou sua oferta pública inicial de ações (IPO) (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2025).

A partir de 2009, com a aquisição da Globex pelo Grupo Pão de Açúcar, houve a integração das operações do Pontofrio, Casas Bahia e, posteriormente, das lojas Extra-Eletro, consolidando um dos maiores grupos varejistas do país. Em 2012, a empresa passou a se chamar Via Varejo. Em 2016, expandiu sua atuação digital com a fusão com a Cnova. Já em 2018, estabeleceu parceria estratégica com a AirFox para desenvolver soluções de pagamentos móveis e um banco digital (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2025).

Em 2019, Via Varejo e Airfox lançaram o banco digital banQi. No mesmo ano, foi anunciada a saída do Grupo Pão de Açúcar do controle acionário, o que transformou a empresa em uma *corporation*, com capital pulverizado. No mesmo período, a companhia intensificou investimentos em tecnologia e logística, adquirindo *startups* e ampliando sua presença online. Em 2021, a Via reformulou sua identidade, repositionando a marca Pontofrio como "Ponto :>" e adotando "Via" como nova identidade de marca da Via Varejo. Em 2023, retomou o nome Grupo Casas Bahia S.A (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2025).

Gráfico 1 – Evolução da cotação IBOV x BHIA3 (em base 100 e valores nominais) ao longo de todo o período analisado



Fonte: Coleta dos dados por meio do Capital IQ, gráfico elaborado pela própria autora.

Nota: CAGR IBOV: +10,27% a.a.; CAGR BHIA3: -31,72% a.a.

Analisando as curvas compostas pelas cotações diárias do IBOV e da BHIA3 durante todo o recorte temporal escolhido (02/01/2017 a 30/06/2024), foi possível ver que a variação do preço das ações da companhia não foi, em termos gerais, similar à variação do IBOV.

Considerando a evolução da base 100 dos títulos analisados, entre o início e o fim do período de 7,5 anos, o IBOV, que valia 100 pontos no início, encerrou o intervalo valendo 208 pontos (o que equivale a um crescimento médio anual composto de +10,27% ao ano). A BHIA3, em contrapartida, que também valia 100 pontos no início, encerrou o intervalo valendo 6 pontos (o que equivale a um decrescimento médio anual composto de -31,72% ao ano).

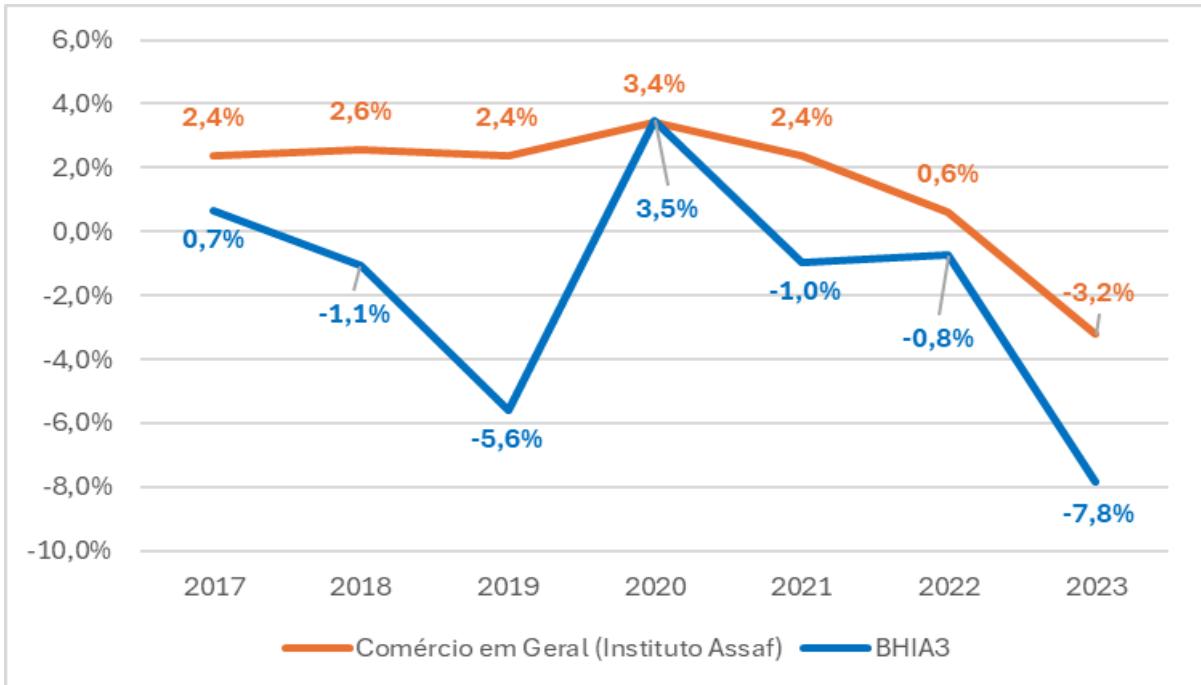
Ao longo do período, a cotação do IBOV foi marcada por picos e vales moderados, de modo que a movimentação mais relevante pôde ser observada com um vale no período do início da pandemia, de modo que essa perda de valor foi recuperada ao longo do ano seguinte. Já a cotação da BHIA3 foi marcada por picos e vales bem mais drásticos. Por exemplo, no dia 03/04/2020 a BHIA3 estava valendo 25% do valor observado dia 21/02/2020 (ou seja, após um intervalo de tempo de pouco mais que um mês). A partir desse vale, em menos de quatro meses (20/07/2020), a cotação da companhia atingiria seu pico histórico (416% maior que o valor na data do vale).

Em termos gerais, as variações da BHIA3 foram bem mais drásticas que as variações do IBOV. Por fim, desde o terceiro trimestre de 2023, a cotação das ações da BHIA3 está em patamares mínimos históricos, sendo que essa queda sequencial e relevante do preço das ações está acontecendo desde o dia 30/06/2021.

4.3 Indicadores de desempenho econômico do setor e da companhia

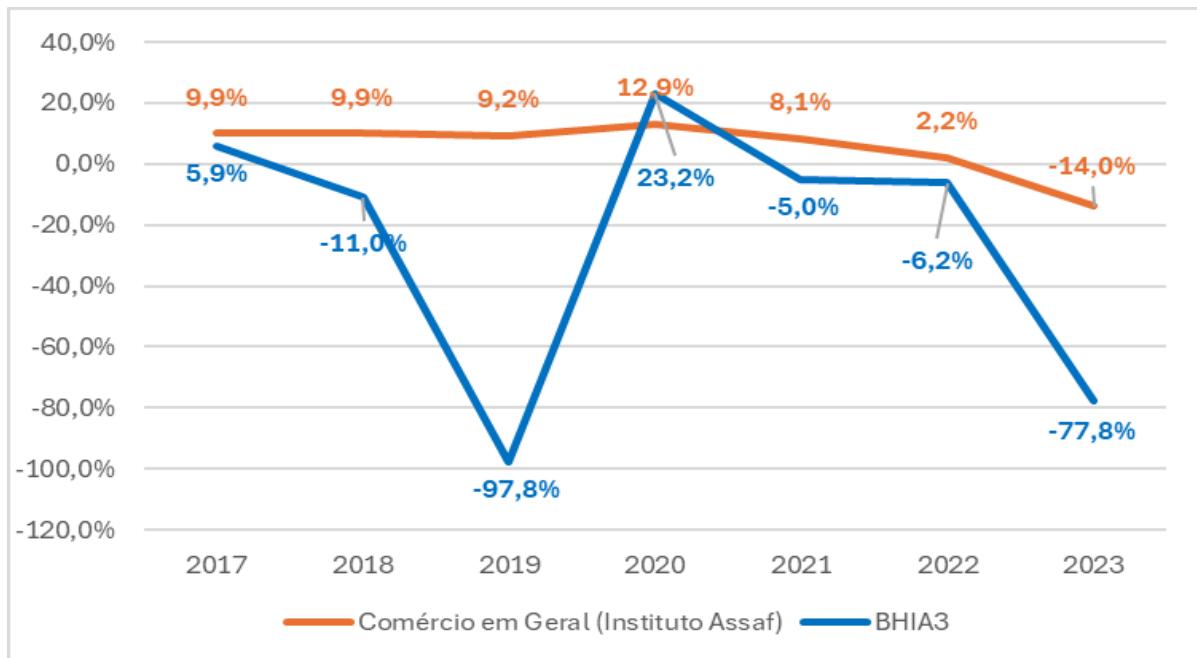
Todos os indicadores, tanto do setor (com dados obtidos por meio do Instituto Assaf, considerando o setor de “Comércio em Geral”) quanto do Grupo Casas Bahia, apresentaram queda entre 2017 e 2023. Os movimentos dos gráficos, um em relação ao outro, são muito parecidos ao longo do período, de modo que as diferenças estão, principalmente, na magnitude dos picos e dos vales.

Gráfico 2 – Margem Líquida de Comércio Geral e Grupo Casas Bahia entre 2017 e 2023 (%)



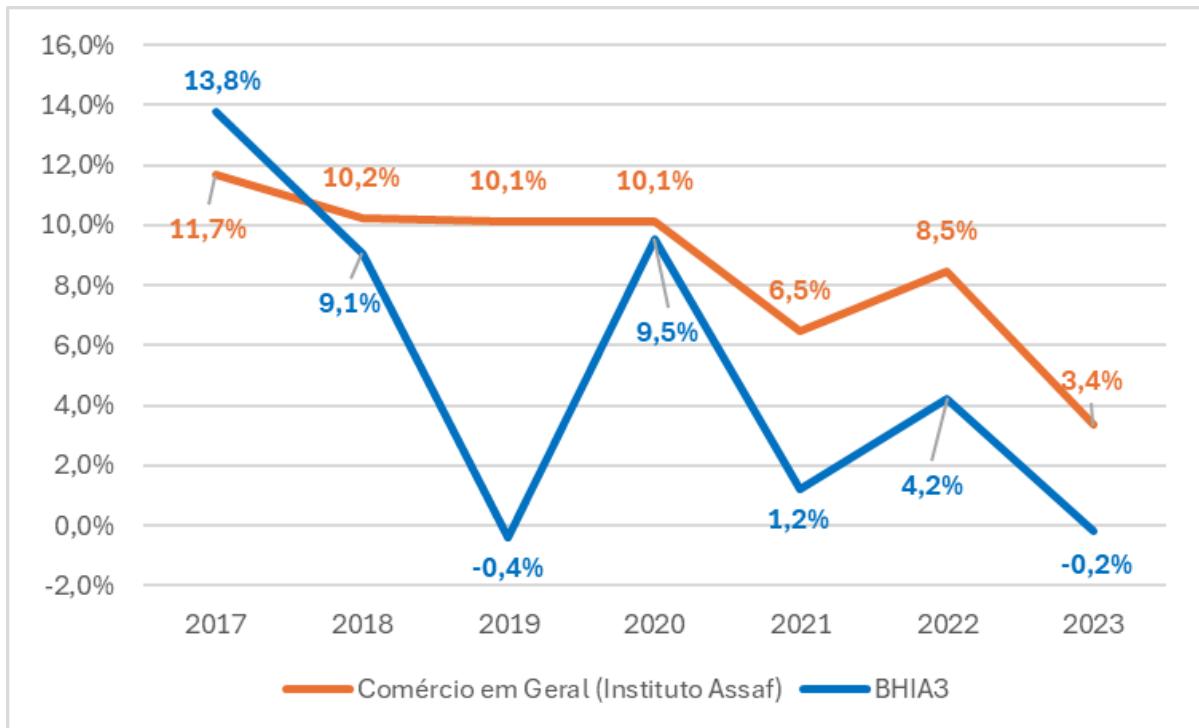
Fonte: Coleta dos dados por meio do Capital IQ (BHIA3) e do Instituto Assaf (setor de Comércio em Geral), gráfico elaborado pela própria autora.

Gráfico 3 – ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido) de Comércio Geral e Grupo Casas Bahia entre 2017 e 2023 (%)



Fonte: Coleta dos dados por meio do Capital IQ (BHIA3) e do Instituto Assaf (setor de Comércio em Geral), gráfico elaborado pela própria autora.

Gráfico 4 – ROIC (Retorno sobre o Capital Total) de Comércio Geral e Grupo Casas Bahia entre 2017 e 2023 (%)



Fonte: Coleta dos dados por meio do Capital IQ (BHIA3) e do Instituto Assaf (setor de Comércio em Geral), gráfico elaborado pela própria autora.

Vale pontuar, entretanto, que as curvas setoriais apresentam diferenças mais evidentes em relação às curvas da companhia (o gráfico em que o movimento das curvas do setor e do Grupo Casas Bahia é mais similar é o de ROIC). Observa-se também que, apesar do contexto da pandemia, as curvas dos indicadores da companhia subiram em 2020 (em 2019 estavam em baixa e, em 2021, voltaram a reduzir). Os dados mais recentes (2023, considerando que essa a data com dados mais recentes disponibilizados pelo Instituto Assaf) do Grupo Casas Bahia demonstraram que margem líquida e ROE estavam nas mínimas históricas, enquanto ROIC está próximo dessa mínima. Já os dados mais recentes do setor demonstraram que todos os indicadores estavam na mínima histórica.

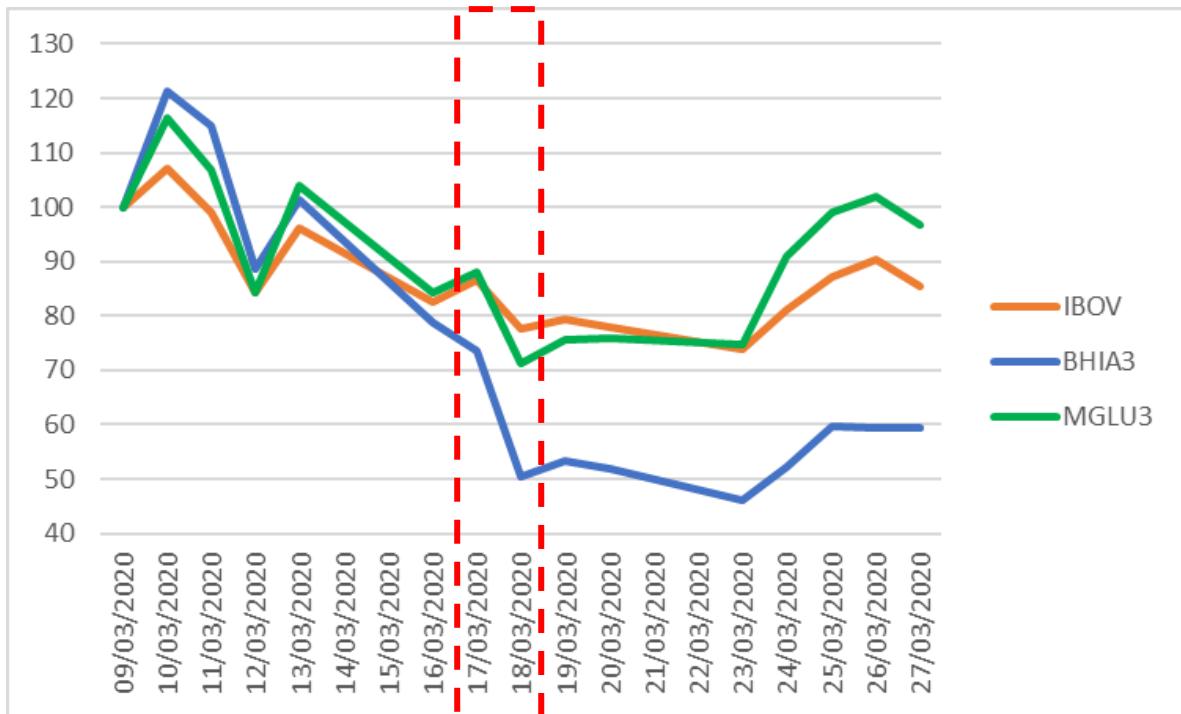
5. ANÁLISE DE DADOS

5.1. 1º *outlier* (18/03/2020): -21,18 p.p.

O dia 18/03/2020 foi a data com o *outlier* mais extremo de variação negativa para a BHIA3. Em relação ao dia anterior, a ação da companhia perdeu 31,53% de seu valor. Comparativamente, o IBOV perdeu 10,35% de seu valor e MGLU3 perdeu 19,00% de seu

valor. Assim, as ações do Magazine Luiza também tiveram uma variação *outlier* negativa de cotação em relação ao IBOV nessa data (-8,66 p.p., sendo esse o décimo sexto *outlier* em relação ao maior extremo negativo da companhia).

Gráfico 5 – Comparação da evolução da cotação IBOV x BHIA3 x MGLU3 (em base 100) uma semana útil antes e uma semana útil após o *outlier*



Fonte: Coleta dos dados por meio do Capital IQ, gráfico elaborado pela própria autora.

Nota: Variação IBOV: -10,35% a.a.; Variação BHIA3: -31,53% a.a.; Diferença: -21,18 p.p.

Observando o gráfico, é possível perceber que, na cotação diária de uma semana útil antes e uma semana útil depois do *outlier*, as curvas que ligam as cotações do IBOV, da BHIA3 e do MGLU3 fizeram praticamente os mesmos movimentos. Ou seja, mesmo que em diferentes magnitudes, as cotações das empresas seguiram as mesmas tendências.

Novas informações sobre a pandemia de Covid-19:

Em termos gerais, essa data se situa no contexto do início da pandemia de coronavírus, mas sem notícias novas que se destaquem, especificamente nesse dia, a respeito da pandemia.

Os dias anteriores, entretanto, também apresentaram variações relevantes (em 16/03/2020 variou -8,22 p.p.; e em 17/03/2020 variou -11,72 p.p.). O dia 16/03/2020 também não apresentou notícias novas que se destacassem além do contexto geral do coronavírus. Já no dia 17/03/2020 foi registrada a primeira morte por Covid no Brasil (G1 SÃO PAULO, 2020), o

Censo foi adiado para 2021 devido à Covid (AGÊNCIA IBGE NOTÍCIAS, 2020) e o Governo tranquilizava a população dizendo que medidas contra Covid são exagero (CNN BRASIL, 2020).

Novas informações macroeconômicas:

No dia 18/03/2020, o Comitê de Política Monetária (Copom) reduziu a taxa SELIC para 3,75% a.a.. Dentre os motivadores para essa redução citados na ata da 229^a reunião do Copom estava o cenário de desaceleração significativa do crescimento global, que se dava em função da restrição de circulação de pessoas para evitar o contágio do vírus e, portanto, redução da atividade econômica (BACEN, 2020).

A medida do Copom deveria ter sido bem recebida pelo mercado, mesmo sendo apenas uma das reduções da taxa SELIC que ocorreram sequencialmente entre julho de 2019 e agosto de 2020. Entretanto, é compreensível que, dado o contexto de extremas incertezas políticas, econômicas e sanitárias globalmente, a redução da taxa básica de juros poderia não ter sido “estímulo suficiente” para melhora das perspectivas do mercado.

Novas informações sobre a empresa:

No dia 18/03/2020, o Grupo Casas Bahia divulgou, sob a prerrogativa de garantir transparência, um comunicado ao mercado e um fato relevante endereçando “recentes notícias” veiculadas na mídia sobre seu endividamento e posição de caixa, expondo no documento a Posição de Caixa, Dívida Bancária, Estoques/Fornecedores e Crédito Direto ao Consumidor com Interveniência em 31 de dezembro de 2019 (informações preliminares e não auditadas). A divulgação oficial dos resultados ocorreu no dia 25/03/2020, uma semana após a divulgação desses documentos (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2020).

Pesquisando por informações, nota-se apenas uma notícia sobre esse tema na época, a qual engloba um relatório sobre os riscos da Covid para uma série de empresas (incluindo a Via Varejo) e coloca como destaque o endividamento dessas companhias (XP INVESTIMENTOS, 2020).

Diagnóstico do *outlier* 18/03/2020 (-21,18 p.p.):

De forma objetiva e geral, na época em que ocorreu o *outlier* analisado, existia um contexto de divulgação de novas informações com perspectiva de impactar os resultados futuros do Grupo Casas Bahia.

A queda drástica da cotação implica que, anteriormente, o preço das ações não estava refletindo integralmente as circunstâncias instáveis advindas principalmente da pandemia de Covid e os riscos que essas circunstâncias representavam para o potencial de geração de retorno futuro da companhia.

De forma concomitante, as curvas das cotações do IBOV e do MGLU3 fizeram movimentos quase idênticos aos da curva de cotação da BHIA3, demonstrando que essa incorporação da percepção negativa do mercado na cotação se fez presente também no índice e no *benchmark*, ainda que em menor grau. Além disso, após a data do *outlier*, os preços não voltaram a patamares anteriores que sugerissem comportamento especulativo.

Todos esses fatores levam ao entendimento de que, com a queda drástica, o preço das ações da companhia estava incorporando as novas informações surgindo no mercado.

Vale destacar, entretanto, que a queda da BHIA3 foi muito mais intensa que a do IBOV e também mais intensa que a do MGLU3. A divulgação de um comunicado ao mercado e um fato relevante acerca de seu endividamento e posição de caixa são elementos particulares do Grupo Casas Bahia se comparado com o índice e com o *benchmark*. De toda forma, o motivo mais evidente e pungente para variações acentuadas nas cotações nesse período parece ter sido, realmente, a insurgência da pandemia.

Ainda pensando na insurgência da pandemia de Covid, é interessante fazer alguns comentários adicionais. Considerando todos os 26 *outliers* de variação negativa da BHIA3, seis ocorreram em 2020 (justamente entre os meses de março e maio, característicos do início oficial da pandemia e da tomada de medidas de isolamento social). A existência de tantos *outliers* nesse período chama a atenção, pois dado que a pandemia de Covid foi uma situação global, seriam esperadas variações negativas intensas das cotações do mercado na totalidade, sem que ocorressem *outliers*.

Por fim, quando é levado em consideração o período do surgimento da pandemia como um todo, os pontos apresentados acima endossam a percepção de existência de certo grau de eficiência do mercado, sendo essa eficiência da forma semiforte (preços já incorporaram todas

as informações obviamente públicas atualmente) ou fraca (preços já incorporaram todas as informações históricas).

Uma forma de entender esse diagnóstico é descrever que, no geral, o processo de incorporação das novas informações (referentes à crise sanitária e suas implicações para os resultados da companhia) aos preços foi coerente com o processo de, justamente, divulgação dessas novas informações. Ou seja, no geral, na época da pandemia, essas novas informações negativas foram refletidas em variações negativas dos preços.

Esse processo, entretanto, não ocorreu de forma completamente ordenada, instantânea e categórica. Essa é uma análise dificilmente elaborável sem imprimir algum juízo de valor na avaliação de “a partir de quais novas informações seriam esperados maiores ou menores impactos no preço das ações da companhia analisada em comparação com o IBOV”. Entretanto, é possível refletir, por exemplo, que não há uma evidência objetiva que explique o porquê de o maior *outlier* negativo da BHIA3 (-21,18 p.p.) ter ocorrido especificamente no dia 18/03/2020, considerando que, nessa data e nessa época, as principais informações negativas que impactaram o Grupo Casas Bahia eram as mesmas que impactaram o IBOV e a Magazine Luiza, o que deveria implicar a variação negativa da cotação de todos a níveis não tão distintos, sem o estabelecimento objetivamente de um *outlier*. Essa percepção, por sua vez, vai na contramão da existência de eficiência do mercado.

Portanto, a redução do preço das ações da BHIA3 (bem como do IBOV e das ações do MGLU3) dado o contexto de insurgência da pandemia demonstra eficiência, mas o fato de ter se formado um *outlier* para BHIA3 a partir da incorporação de novas informações que impactariam o mercado como um todo fere essa eficiência, pelo menos, na forma forte.

5.2. 2º *outlier* (14/09/2023): -19,95 p.p.; e 3º *outlier* (15/09/2023): -15,02 p.p.

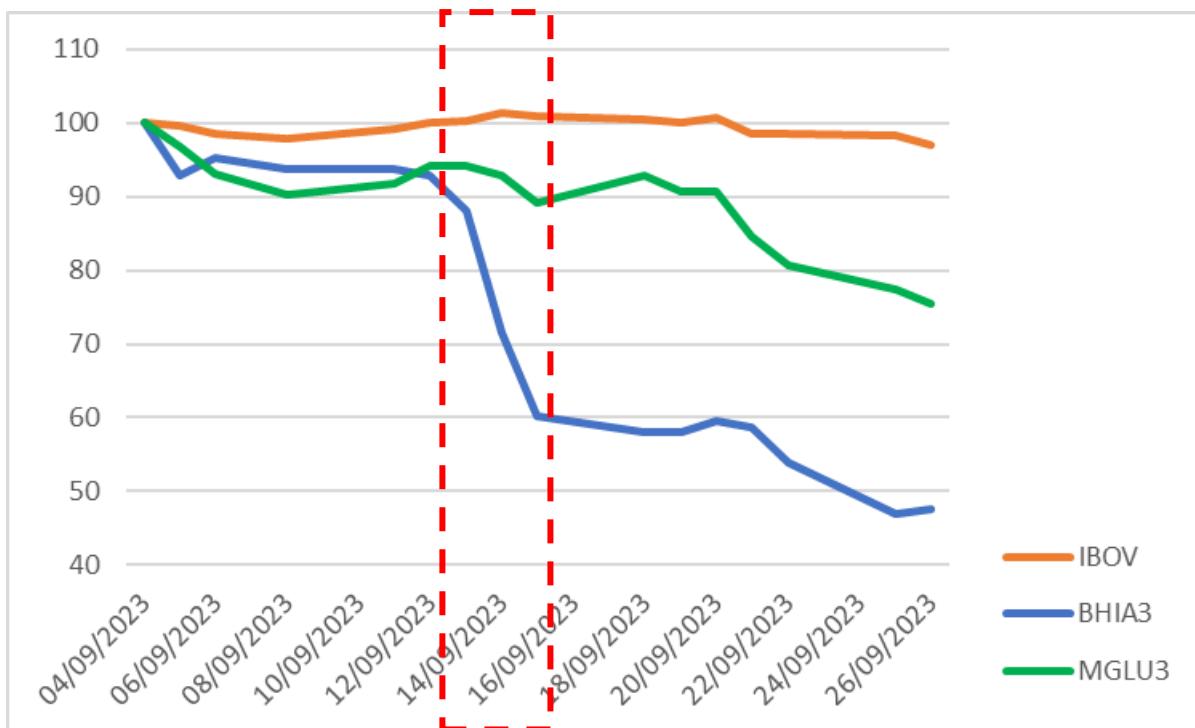
Os dias 14/09/2023 e 15/09/2023 foram as datas com o segundo e o terceiro *outliers* mais extremos de variação negativa para a BHIA3.

No dia 14/09/2023, a ação da BHIA3 perdeu de 18,92% de seu valor em relação ao dia anterior. Comparativamente, o IBOV ganhou 1,03% de seu valor e MGLU3 sofreu redução 1,53% de seu valor. Assim, as ações do Magazine Luiza não tiveram uma variação *outlier* negativa de cotação em relação ao IBOV nessa data.

No dia 15/09/2023, a ação da BHIA3 caiu 15,56% de seu valor em relação ao dia anterior. Comparativamente, o IBOV perdeu 0,53% de seu valor e MGLU3 perdeu 3,88% de

seu valor. Assim, as ações do Magazine Luiza não tiveram uma variação *outlier* negativa de cotação em relação ao IBOV nessa data.

Gráfico 6 – Comparação da evolução da cotação IBOV x BHIA3 x MGLU3 (em base 100) uma semana útil antes e uma semana útil após os *outliers*



Fonte: Coleta dos dados por meio do Capital IQ, gráfico elaborado pela própria autora.

Nota de 14/09/2023: Variação IBOV: +1,03% a.a.; Variação BHIA3: -18,92%; Diferença: -19,95 p.p.

Nota de 15/09/2023: Variação IBOV: -0,53% a.a.; Variação BHIA3: -15,56%; Diferença: -15,03 p.p.

Observando o gráfico, é possível perceber que, na cotação diária de uma semana útil antes e uma semana útil depois do *outlier*, as curvas que ligam as cotações do IBOV, da BHIA3 e do MGLU3 fizeram movimentos diferentes. Os movimentos das curvas de BHIA3 e MGLU3 são mais similares, pois ambos apresentam queda em uma semana. O IBOV, por sua vez, manteve-se praticamente estável.

Novas informações macroeconômicas:

Em agosto de 2023, ocorreu a primeira queda da SELIC (de 13,75% para 13,25%) em um ano. Dentre os motivadores para essa redução citados na ata da 256^a reunião do Copom estava a desaceleração gradual da atividade econômica no cenário doméstico, com alguma retração no setor de comércio e certa acomodação no setor de serviços, de modo a

corresponderem com o cenário-base de moderação da atividade econômica antecipado pelo Comitê e viabilizando, portanto, o início dos cortes da taxa básica de juros (BACEN,2023).

Dado que essa medida reflete no estímulo ao aquecimento da economia, a redução da SELIC deveria ter sido bem recebida pelo mercado em relação às varejistas uma vez que o varejo é um setor marcado por vendas a prazo e pode ser diretamente impactado pela taxa básica de juros. Segundo notícias, entretanto, mesmo com a queda da SELIC, pela primeira vez, em agosto, o mercado, que costuma se antecipar às movimentações, não reagiu de forma expressiva à conduta do Copom (INFOMONEY, 2023).

Novas informações sobre a empresa:

Considerando os resultados presentes no *release* divulgado dia 07/08/2023 (mais de um mês antes da cotação *outlier*), o Grupo Casas Bahia apresentou prejuízo de R\$ 492 milhões apenas no segundo trimestre (e prejuízo acumulado de R\$ 789 milhões nos primeiros seis meses de 2023). A companhia apresentou também um plano de transformação para melhora dos resultados, de modo que duas frentes compõem o plano: alavancas operacionais e otimização da estrutura de capital (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2023).

Considerando, agora, informações que surgiram em datas de fato mais próximas dos *outliers*, a companhia anunciou que, a partir da Assembleia Geral Extraordinária do dia 12/09/2023, a Via Varejo voltaria a se chamar “Grupo Casas Bahia” (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2023). Concomitantemente, uma série de fatos relevantes e comunicados ao mercado foram divulgados:

No dia 05/09/2023, o Grupo Casa BAHIA divulgou um fato relevante anunciando o lançamento de uma oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias, afirmando que os recursos obtidos seriam integralmente revertidos na melhoria de sua estrutura de capital, o que incluiria aportes nas cotas subordinadas do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) vinculado à carteira de crediário (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2023).

No dia 10/09/2023, a companhia divulgou um comunicado ao mercado a respeito do rebaixamento, pela S&P Global Ratings, de seu *rating* de crédito em função dos resultados divulgados até aquele momento do ano, principalmente em perspectiva de métricas de endividamento (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2023).

No dia 13/09/2023, o Grupo Casas Bahia divulgou um comunicado ao mercado que relacionava os recém-divulgados “oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias” e o “rebaixamento, pela S&P Global Ratings, do *rating* de crédito”, de modo que esse novo

comunicado ao mercado informou a abertura de prazo para que os acionistas que haviam participado do Pedido de Subscrição Prioritária pudessem desistir, em função do rebaixamento da classificação de crédito pela S&P Global Ratings (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2023).

No mesmo dia 13/09/2023, a companhia divulgou também um fato relevante, relacionado com o recém-divulgado “rebaixamento, pela S&P Global Ratings, do *rating* de crédito”, que declarou que o rebaixamento do *rating* de crédito abria a possibilidade de vencimento antecipado do Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) e da 8^a Emissão de Debêntures, caso solicitado pelos titulares desses papéis. Em até dois dias úteis, portanto, uma assembleia especial de titulares dos CRIs seria convocada, com ao menos 15 dias de antecedência do veredito, para decidir a questão (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2023).

No dia 14/09/2023, por fim, o Grupo Casas Bahia divulgou um fato relevante sobre a fixação do preço de emissão das ações da companhia (relacionado com o “lançamento da oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias” que havia sido anunciado no dia 05/09/2023), no qual é descrito que a empresa captou um valor inferior ao esperado em sua oferta primária de ações (*follow-on*). A expectativa inicial era de que a empresa pudesse levantar quase R\$ 1 bilhão para se capitalizar, mas a precificação da oferta ficou 27,9% inferior à cotação de fechamento da véspera. Por fim, a empresa captou R\$ 622,9 milhões. (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2023).

Diagnóstico dos *outliers* 14/09/2023 (-19,95 p.p.) e 15/09/2023 (-15,02 p.p.):

De forma objetiva e geral, na época em que ocorreram os *outliers* analisados, existia um contexto de divulgação de novas informações relacionadas com a performance recente do Grupo Casas Bahia e que, por sua vez, possuíam potencial de impacto nos resultados futuros da companhia.

A queda drástica da cotação implica que, anteriormente, o preço das ações não estava refletindo integralmente as implicações da má performance recente do Grupo Casas Bahia e os riscos que essas circunstâncias representavam para o potencial de geração de retorno futuro da companhia. A propósito, após a data do *outlier*, os preços não voltaram a patamares anteriores que sugerissem comportamento especulativo.

Paralelamente, as curvas das cotações do IBOV e do MGLU3 fizeram movimentos diferentes aos da curva de cotação da BHIA3, demonstrando que essa incorporação da percepção negativa do mercado na cotação não se fez presente no índice e no *benchmark*, já

que não se tratava de uma nova circunstância negativa para o mercado como um todo, mas sim para o Grupo Casas Bahia.

Todos esses fatores levam ao entendimento de que, com a queda acentuada, o preço das ações da companhia estava incorporando as novas informações surgindo no mercado (os comunicados ao mercado e fatos relevantes de teor negativo divulgado nas datas imediatamente antes aos *outliers*).

Entretanto, vale refletir de forma mais aprofundada sobre a reação diária do mercado em relação ao conteúdo dos documentos divulgados pela companhia. Nos dias 13 e 14/09/2023, o comunicado ao mercado e os fatos relevantes descreveram as consequências formais do rebaixamento do *rating* de crédito do Grupo Casas Bahia pela S&P Global Ratings. Ou seja, a abertura de prazo de desistência aos acionistas que tivessem realizado pedido de subscrição prioritária, a possibilidade de antecipação da liquidação de títulos de dívida da companhia caso fosse solicitado por assembleia especial de titulares, e a captação de um valor inferior ao esperado na recém-feita (05/09/2023) oferta primária de ações. O rebaixamento do *rating*, porém, havia sido divulgado no dia 10/09/2023, alguns dias antes da informação das consequências formais e da ocorrência dos *outliers*.

Todas as consequências descritas são relevantes e, realmente, seria esperado uma reação do mercado aos documentos divulgados nos dias 13 e 14/09/2023, o que está consoante à forma de eficiência semiforte da HME. Todavia, essas consequências formais, como descrito anteriormente, parecem ser produtos do rebaixamento do *rating* de crédito, que já havia sido divulgado no dia 10/09/2023. Considerando a conceituação da HME de um mercado eficiente (conta com muitos participantes racionais buscando maximizar seus retornos, cada um tentando antecipar os valores intrínsecos das companhias e onde as informações, na prática, são livremente acessíveis para todos), seria esperado do mercado uma tentativa de antecipação dos impactos formais do *re-rating* assim que se tornou público. Esse não foi o caso, pois imediatamente após a informação do rebaixamento de *rating* (nos dias 11 e 12/09/2023), praticamente não houve variação da cotação da BHIA3. Esse “atraso” na reação do mercado em não incorporar o potencial de impacto negativo do rebaixamento do *rating* assim que essa informação se tornou pública parece ir na contramão à definição de eficiência de mercado (um agente excepcional que, por exemplo, tivesse antecipado a percepção de queda do valor intrínseco do Grupo Casas Bahia, poderia vender sua participação alguns dias antes e não sofrer a perda de valor que as ações da companhia passariam em alguns dias).

Estendendo ainda mais a conceituação teórica da HME de um mercado eficiente, principalmente no âmbito da tentativa de antecipar os valores intrínsecos das companhias e assim maximizar o retorno, o principal motivador do rebaixamento do *rating* de crédito foi o endividamento e a alavancagem do Grupo Casas Bahia, de modo que essas informações estavam disponíveis para o mercado há muito mais tempo (o último *release* até aquele momento foi o do segundo trimestre de 2023, que já estava disponível há mais de um mês, desde o dia do *release* divulgado dia 07/08/2023). Em um mercado eficiente, composto por agentes racionais e com livre acesso à informação, seria esperada a incorporação do risco de ocorrer um *re-rating* de crédito e suas consequências no preço da ação assim que o *release* com elevado endividamento e resultados abaixo do esperado fosse divulgado (pelo menos na forma forte de eficiência, dado que o *re-rating*, de fato, não era uma informação obviamente pública naquele momento).

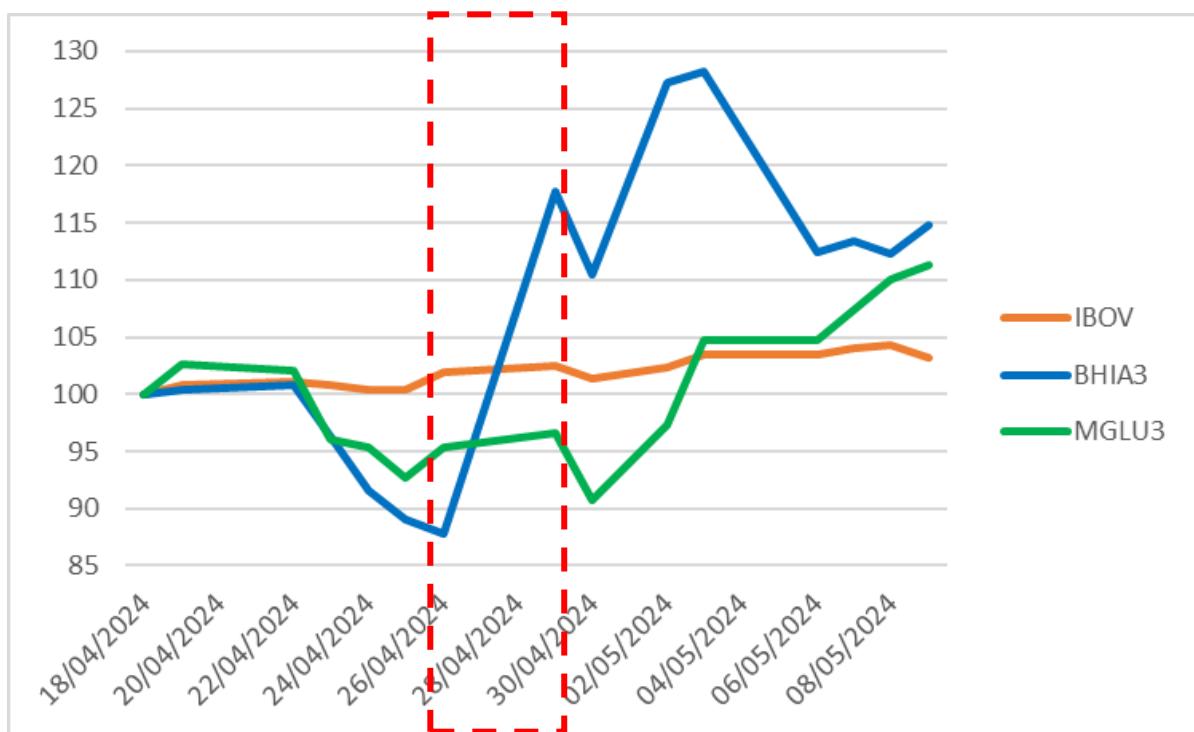
Por fim, quando é considerado que, a partir da divulgação de fatos relevantes e comunicados ao mercado com teor negativo os preços das ações reagiram a essas novas informações e incorporaram essa percepção de redução do potencial da companhia de geração de retorno futuro, poderia ser diagnosticada a eficiência do mercado, sendo essa eficiência da forma semiforte (preços já incorporaram todas as informações obviamente públicas atualmente) ou fraca (preços já incorporaram todas as informações históricas).

Esse processo, entretanto, não parece ter ocorrido de forma instantânea e categórica, pois o fato de as implicações da alavancagem (e da possibilidade de *re-rating*) e do *re-rating* (quando ocorreu de fato) não terem sido incorporadas aos preços das ações de forma imediata à divulgação dessas informações (mas sim apenas quando foram divulgadas as consequências formais desses fenômenos) fere a percepção de eficiência, ao menos em sua forma forte.

5.3. 4º *outlier* (29/04/2024): +33,54 p.p.

O dia 29/04/2024 foi a data com o *outlier* mais extremo de variação positiva para a BHIA3. A ação da companhia apresentou aumento de 34,19% de seu valor em relação ao dia anterior. Comparativamente, o IBOV aumentou em 0,65% seu valor e MGLU3 aumentou em 1,40% seu valor. Assim, as ações do Magazine Luiza não tiveram uma variação *outlier* positiva de cotação em relação ao IBOV nessa data.

Gráfico 7 – Comparação da evolução da cotação IBOV x BHIA3 x MGLU3 (em base 100) uma semana útil antes e uma semana útil após o outlier



Fonte: Coleta dos dados por meio do Capital IQ, gráfico elaborado pela própria autora.

Nota: Variação IBOV: +0,65% a.a.; Variação BHIA3: +34,19%; Diferença: +33,54 p.p.

Observando o gráfico, é possível perceber que, na cotação diária de uma semana útil antes e uma semana útil depois do *outlier*, as curvas que ligam as cotações do IBOV, da BHIA3 e do MGLU3 fizeram movimentos diferentes. Os movimentos das curvas de IBOV e MGLU3 são mais similares entre si, com variação menos drástica ao longo do intervalo. A BHIA3, por sua vez, apresentou uma queda relevante entre os dias 22 e 26/04/2024, seguido de uma subida relevante entre os dias 26/04/2024 e 03/05/2024 e, por fim, outra queda entre os dias 03 e 09/05/2024.

Novas informações macroeconômicas:

Naquele momento, o Boletim Focus indicava que o contexto macroeconômico era marcado pelo fortalecimento da percepção de que o Banco Central poderia precisar desacelerar os cortes na taxa SELIC, dado que economistas consultados pelo Banco Central haviam elevado pela segunda vez consecutiva a previsão para a taxa Selic em 2024 (BACEN, 2024).

Era esperado que esse cenário de deterioração do contexto macroeconômico e a correspondente perspectiva de necessidade de desaceleração da redução da SELIC provocariam

reações negativas no mercado. De fato, isso ocorreu e pôde ser atestado pelo aumento da taxa de rendimento dos títulos de dívida públicos nacionais pré-fixados e híbridos (ou seja, maior remuneração ao credor da dívida pública brasileira dado a elevação da percepção de risco intrínseco ao Brasil) (TESOURO DIRETO, 2025).

Essa movimentação de perspectivas negativas, entretanto, eram informações novas (que foram disseminadas gradualmente, e não apenas pontualmente) que poderiam ser incorporadas nos preços das ações de todo o mercado, sem motivos objetivos para que isso ocorresse apenas na cotação da BHIA3. Portanto, o contexto macroeconômico não parece ter sido o vetor de novas informações para a formação do *outlier* analisado.

Novas informações sobre a empresa:

No dia 28/04/2024, o Grupo Casas Bahia divulgou um fato relevante e um comunicado ao mercado descrevendo que a companhia emitiu um pedido de recuperação extrajudicial com o objetivo de continuar o reperfilamento de sua dívida financeira em continuidade ao Plano de Transformação, que havia sido anunciado ao mercado em 10/08/2023 (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2024).

O Plano contemplava o alongamento do cronograma de amortização dos Créditos Sujeitos, ou seja, dívidas financeiras da ordem de R\$ 4,1 bilhões decorrentes das 6^a, 7^a, 8^a e 9^a emissões de debêntures a mercado e de certas Cédula de Crédito Bancário (CCBs). O Pedido de Recuperação Extrajudicial, por sua vez, descreve a possibilidade de os Credores Sujeitos Apoiadores converterem parte dos Créditos Sujeitos em participação societária na Companhia (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2024).

Por fim, os documentos apontam que o pedido de recuperação extrajudicial já havia sido aprovado pelo Conselho de Administração e seria submetido à ratificação da assembleia-geral extraordinária (no dia 30/04/2024, o Grupo Casas Bahia divulgou outro comunicado ao mercado informando o deferimento do pedido de homologação de plano de recuperação extrajudicial, de modo que, pelo prazo de 180 dias, todas as ações e execuções movidas por credores titulares de créditos sujeitos contra a Companhia estariam suspensas) (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2024).

Segundo notícias, o Grupo Casas Bahia se encontrava naquela situação negativa em função de uma combinação de eventos: empresa alavancada no curto prazo e com erros na tomada de ações (especialmente em 2022, momento em que a taxa básica de juros voltava a subir após o baixo patamar aplicado na pandemia), pouca disciplina de caixa, investimento em

muitos aspectos infraestruturais de vendas *online* simultaneamente, aumentos de estoques (que, quando não são vendidos, implicam o aumento do custo fixo), e possivelmente outros aspectos (VALOR ECONÔMICO, 2024).

Diagnóstico do *outlier* 29/04/2024 (+33,54 p.p.):

De forma objetiva e geral, na época em que ocorreu o *outlier* analisado, existia um contexto de divulgação de novas informações relacionadas com medidas de gestão da má performance recente do Grupo Casas Bahia, mas que não mudariam necessariamente a percepção do mercado da falta de potencial da companhia em gerar retornos futuros.

Vale destacar, primeiramente, que esse *outlier* é o mais recente dentre todos os analisados, que ocorreu após um histórico geral muito expressivo de queda do preço das ações. A nível de comparação, ao se fazer uma média simples de todas as cotações, o resultado obtido é um valor de R\$ 163,69 por ação. Na data do *outlier*, em contrapartida, o preço da ação atingiu R\$ 7,30 (tendo partido de R\$ 5,44, valor sobre o qual houve o crescimento de 34,19% para se alcançar os R\$ 7,30).

Esse histórico relevante de queda da cotação ocorreu em função da incorporação das informações dos resultados negativos que a empresa vinha entregando, principalmente em relação à alavancagem. Na data do *outlier* (o mais *expressivo* no parâmetro positivo), entretanto, parece razoável que o preço da ação estivesse refletindo a nova informação de uma recuperação extrajudicial (mesmo que a necessidade de se recorrer a uma recuperação extrajudicial seja um atestado de severa dificuldade financeira, sua implementação é também uma possibilidade para, por meio do reperfilamento da dívida, tentar evitar a falência).

Apesar de ser razoável considerar que esse *outlier* positivo estivesse refletindo a nova informação a respeito da recuperação extrajudicial, esse tipo de circunstância de subida acentuada na qual a BHIA3 se encontrava não necessariamente demonstra que o mercado possuía perspectivas de melhora dos resultados futuros e, por isso, estava incorporando ao preço das ações um aumento do seu valor intrínseco da companhia. Nesse tipo de circunstância específica em que a empresa já havia perdido quase integralmente seu valor de capitalização de mercado, podem ocorrer variações intensas nos preços das ações de forma especulativa. Em outras palavras, os investidores já não possuem uma percepção de valor intrínseco da empresa (acreditam que existe grande chance de falência, ou seja, sem potencial de geração de retorno futuro) e podem buscar algum retorno residual em dinâmicas especulativas, como *trades*.

Ou seja, o aumento drástico da cotação diária nessa circunstância não necessariamente implica que, anteriormente, o preço das ações não estava refletindo integralmente todas as informações disponíveis. Na verdade, dada a permanência nesse patamar reduzido de valor da capitalização de mercado mesmo com um *outlier* positivo extremo, parece justamente que o preço das ações (que continuou muito baixo mesmo na data da variação *outlier*) já estava com as informações incorporadas. A variação *outlier*, portanto, parece um movimento especulativo. A propósito, antes e após a data do *outlier*, houve outras movimentações intensas da curva de preços (comparado com o IBOV, na base 100) que também sugerem comportamento especulativo. Paralelamente, as curvas das cotações do IBOV e do MGLU3 fizeram movimentos diferentes aos da curva de cotação da BHIA3.

Considerando a circunstância particular na qual o Grupo Casas Bahia estava inserida e evidenciando-se a conceituação da HME de um mercado eficiente (conta com muitos participantes racionais buscando maximizar seus retornos, cada um tentando antecipar os valores intrínsecos das companhias e onde as informações, na prática, são livremente acessíveis para todos), a permanência em um patamar de valor de capitalização de mercado reduzido e a existência concomitante de movimentos especulativos parece endossar a eficiência do mercado, sendo essa eficiência da forma semiforte (preços já incorporaram todas as informações obviamente públicas atualmente) ou fraca (preços já incorporaram todas as informações históricas). Isso principalmente considerando que, em perspectiva da conceituação da HME, no caso de uma percepção pelos investidores de valor intrínseco próximo de zero, movimentos especulativos podem ser uma forma de tentar maximizar retornos (não necessariamente uma forma de obtê-los).

5.4. 5º outlier (28/04/2020): +15,49 p.p.; e 6º outlier (27/04/2020): +14,79 p.p.

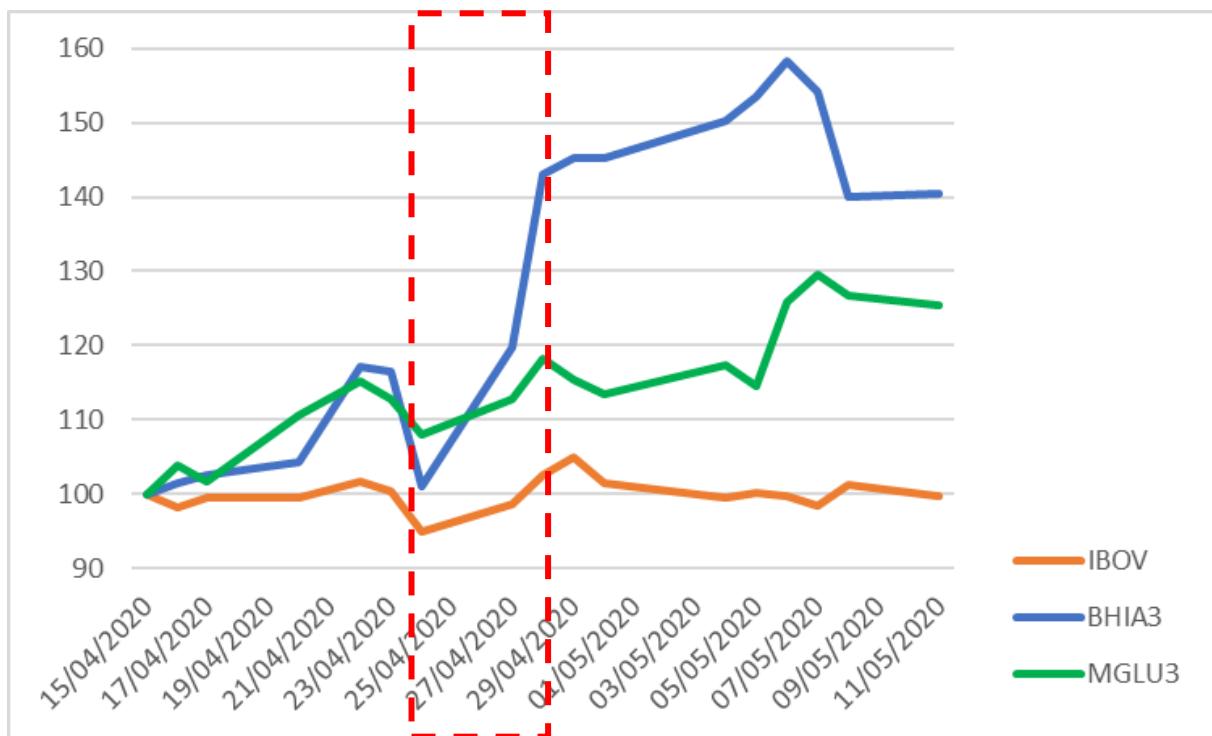
Os dias 27/04/2020 e 28/04/2020 foram as datas com o segundo e o terceiro *outliers* mais extremo de variação positiva para a BHIA3.

No dia 27/04/2020, a ação da BHIA3 aumentou 18,65% de seu valor em relação ao dia anterior. Comparativamente, o IBOV ganhou 3,86% de seu valor e MGLU3 ganhou 4,47% de seu valor. Assim, as ações do Magazine Luiza não tiveram uma variação *outlier* positiva de cotação em relação ao IBOV nessa data.

No dia 28/04/2020, a ação da BHIA3 aumentou 19,42% de seu valor em relação ao dia anterior. Comparativamente, o IBOV ganhou 3,93% de seu valor e MGLU3 ganhou 4,65% de

seu valor. Assim, as ações do Magazine Luiza não tiveram uma variação *outlier* positiva de cotação em relação ao IBOV nessa data.

Gráfico 8 – Comparação da evolução da cotação IBOV x BHIA3 x MGLU3 (em base 100) uma semana útil antes e uma semana útil após os *outliers*



Fonte: Coleta dos dados por meio do Capital IQ, gráfico elaborado pela própria autora.

Nota de 27/04/2020: Variação IBOV: +3,86% a.a.; Variação BHIA3: +18,65%; Diferença: +14,79 p.p.

Nota de 28/04/2020: Variação IBOV: +3,93% a.a.; Variação BHIA3: +19,42%; Diferença: +15,49 p.p.

Observando o gráfico, é possível perceber que, na cotação diária de uma semana útil antes e uma semana útil depois do *outlier*, as curvas que ligam as cotações do IBOV, da BHIA3 e do MGLU3 fizeram praticamente os mesmos movimentos. Ou seja, mesmo que em diferentes magnitudes, as cotações das empresas seguiram as mesmas tendências.

Novas informações sobre a pandemia de Covid:

Em termos gerais, essa data se situa no contexto da pandemia de coronavírus, aproximadamente um mês após seu início oficial e o estabelecimento de medidas de restrição de circulação. Entretanto, sem notícias novas que se destaquem, especificamente nesses dias e na semana anterior, a respeito da pandemia.

Naquele momento, havia todo tipo de especulação e discussão a respeito dos impactos da pandemia sobre diferentes grupos vulneráveis, sobre a mão de obra empregada, sobre a economia, entre outros aspectos. Porém, realmente não se destacou nenhuma informação nova (principalmente positiva) a respeito da pandemia e da Covid.

Em relação ao Grupo Casas Bahia no contexto da pandemia, contudo, naquele momento (já um mês após o início oficial da pandemia e a implementação de medidas de restrição de circulação) estava se tornando mais evidente que a pandemia duraria mais tempo e que as lojas não poderiam ficar integralmente fechadas. Nesse sentido, parte do comércio varejista estava retomando suas atividades, mesmo que de forma diferenciada. Até o dia 24/04/2020, 170 lojas da Via Varejo já tinham sido abertas novamente (VALOR INVESTE, 2020)

Novas informações sobre figuras públicas:

No dia 24/04/2020, Sérgio Moro deixou o governo Bolsonaro. Um motivador da saída de Moro foi a discordância entre ele e o ex-presidente em relação à autonomia da Polícia Federal, a qual estava sendo questionada por Bolsonaro na época (BBC BRASIL, 2020). Mesmo que a Polícia Federal e o ex-ministro Sérgio Moro tenham sido vistos por muitos eleitores brasileiros como agentes relevantes no combate à corrupção alegada em relação aos governos anteriores, esse não parece um fenômeno que pudesse impactar diretamente na variação da cotação da BHIA3 (se tivesse sido um evento impactante para a bolsa, provavelmente haveria movimentação relevante também da curva do IBOV).

Novas informações sobre a empresa:

No dia 20/04/2020, o Grupo Casas Bahia divulgou um fato relevante a respeito de uma nova proposta de chapa para o Conselho de Administração, apontando que o Presidente do Conselho à época, Sr. Michel Klein, havia decidido deixar o cargo e os conselheiros haviam indicado como substituto o Sr. Raphael Klein, filho do Sr. Michel Klein e neto do fundador da companhia. Esse evento, porém, ocorreu uma semana antes dos *outliers* analisados (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2020).

Além disso, no dia 27/04/2020, o Grupo Casas Bahia divulgou um comunicado ao mercado anunciando a aquisição da ASAPLog, empresa de tecnologia que atua no setor de logística e especializada em soluções para logística urbana (RI GRUPO CASAS BAHIA, 2020).

Diagnóstico dos *outliers* 28/04/2020 (+15,49 p.p.) e 27/04/2020 (+14,79 p.p.):

De forma objetiva e geral, na época em que ocorreu o *outlier* analisado, existia um contexto de divulgação de novas informações com perspectiva de impactar os resultados futuros do Grupo Casas Bahia.

Pensando no contexto da pandemia, as curvas das cotações do IBOV e do MGLU3 fizeram movimentos muito parecidos aos da curva de cotação da BHIA3, demonstrando que essa incorporação da percepção positiva do mercado na cotação se fez presente também no índice e no *benchmark*, ainda que em menor grau. Apesar da não publicação de novas notícias que pareçam excepcionalmente relevantes a respeito de perspectivas de melhorias do cenário da pandemia de Covid, a melhora das três cotações pode significar que, em um passado próximo, o preço desses títulos havia incorporado informações negativas expressas de forma “muito intensa” e, após aproximadamente um mês, estava incorporando a percepção de que o cenário poderia se estabilizar. Não parece adequado dizer que esse vale e pico do início da pandemia foram movimentos exacerbados ou irracionais de pessimismo/otimismo (analisando principalmente o índice), pois, na verdade, as informações em si eram muito intensas e “sem precedentes” (era um contexto nunca visto antes), provocando reações proporcionais.

Entretanto, todos esses elementos são referentes ao mercado como um todo, não configurando uma circunstância que pudessem afetar mais intensamente o Grupo Casas Bahia. Relacionado, portanto, com a configuração do *outlier*, a companhia foi marcada pela divulgação do comunicado ao mercado a respeito da aquisição da ASAPLog. Não é possível mensurar se a incorporação dessa nova informação ao preço das ações foi exacerbada/irracional sem imprimir algum juízo de valor, não sendo essa a proposta dessa análise. Fato é que houve a divulgação de uma nova informação, a qual pode ter sido incorporada ao preço da ação e provocado uma variação positiva da cotação ao nível de constituir um *outlier* se comparado com o IBOV. Além disso, após a data do *outlier*, os preços não voltaram a patamares anteriores que sugerissem comportamento especulativo.

Por fim, os pontos apresentados acima endossam a percepção de existência de eficiência do mercado, sendo essa eficiência da forma semiforte (preços já incorporaram todas as informações obviamente públicas atualmente) ou fraca (preços já incorporaram todas as informações históricas).

5.5. Quadro comparativo dos *outliers*

A partir da análise dos seis *outliers* descritos nos subtópicos anteriores, foi possível consolidar os principais diagnósticos em um quadro comparativo.

Com esse quadro, é possível perceber que, apesar de seis outliers terem sido estudados, apenas quatro análises foram desenvolvidas, pois houve duas situações em que outliers ocorreram em datas subsequentes.

Tabela 1 – Quadro comparativo contemplando todos os *outliers* de forma resumida

Outlier	Data	Variação (p.p.) em relação ao IBOV	Benchmark MGLU3 (p.p.)	Novas informações	Diagnóstico
1	18/03/2020	-21,18	-8,66	Início da pandemia de Covid-19	No geral, a incorporação das novas informações aos preços foi coerente, endossando a eficiência semiforte ou fraca. Porém a formação de um outlier nesse contexto contradiz a eficiência do mercado
2	14/09/2023	-19,95	-2,56	Divulgações de fatos relevantes e comunicados ao mercado a respeito do rebaixamento do rating de crédito e suas consequências formais	No geral, a incorporação das novas informações aos preços foi coerente, endossando a eficiência semiforte ou fraca. Porém, o "atraso" do mercado na reação contradiz a eficiência do mercado
3	15/09/2023	-15,02	-3,34		
4	29/04/2024	33,54	0,75	Divulgações de fato relevante e comunicado ao mercado sobre pedido de recuperação extrajudicial para reperfilamento da dívida financeira	A permanência do valor de capitalização de mercado reduzido e a existência concomitante de movimentos especulativos endossam a eficiência do mercado, sendo essa eficiência da forma semiforte ou fraca
5	28/04/2020	14,79	0,61	Retomada da atividade de parte do comércio varejista (inclusive a Via Varejo) ainda na pandemia de Covid-19. Divulgações de comunicado ao mercado sobre a aquisição da ASAPLog	Com a melhora geral do mercado frente a pandemia e a aquisição da ASAPLog pela BHIA3, a incorporação das novas informações aos preços foi coerente, endossando a eficiência semiforte ou fraca.
6	27/04/2020	15,49	0,72		

Fonte: Tabela elaborada pela própria autora.

Além disso, foi possível observar que as duas primeiras análises (que contemplaram todos os três *outliers* negativos) ocorreram de forma similar entre si, com a percepção geral de eficiência de mercado, mas com ressalvas. As duas últimas análises (que contemplaram todos os três *outliers* positivos) também foram similares entre si, com a percepção geral de eficiência do mercado e sem ressalvas. Desse modo, as análises de *outliers* positivos e negativos ocorreram de formas diferentes.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo investigar, por meio de um estudo de caso, se as variações no preço das ações do Grupo Casas Bahia (BHIA3) se alinham com alguma das formas de eficiência previstas na Hipótese dos Mercados Eficientes (HME). A análise partiu da identificação de discrepâncias relevantes entre a variação das cotações da empresa analisada e o comportamento do índice IBOV, com foco especial em momentos de grandes oscilações (os chamados *outliers*). Assim, foram examinadas as datas em que ocorreram essas oscilações abruptas, buscando verificar se elas poderiam ser explicadas pela divulgação de informações novas e públicas no mercado, como fatos relevantes, resultados financeiros, dados macroeconômicos ou acontecimentos que afetaram especificamente o setor de varejo.

A metodologia adotada fundamentou-se em uma abordagem exploratória, com uso de métodos qualitativos, centrados no estudo de caso. Os dados utilizados foram secundários, com base em cotações diárias de ações obtidas via plataforma Capital IQ, complementadas por informações extraídas de sítios eletrônicos de relações com investidores, portais de notícias e fontes oficiais de dados econômicos. O processo analítico envolveu o cálculo das variações diárias das ações do Grupo Casas Bahia (BHIA3) e do IBOV, a construção de um *benchmark* comparativo com o Magazine Luiza (MGLU3) e a identificação dos *outliers* por meio da técnica de *box plot*. Assim, foi possível isolar os seis eventos mais extremos da série histórica analisada (três positivos e três negativos), e conduzir uma investigação detalhada sobre cada um deles. Essa análise permitiu uma compreensão mais crítica sobre a sensibilidade dos preços das ações frente à chegada de novas informações no contexto específico do mercado brasileiro e do setor varejista.

A partir da investigação dos seis principais *outliers* identificados na série histórica da ação BHIA3, foi possível observar que quando a eficiência de mercado se manifesta, ela o faz nas formas semiforte e fraca. No geral, foi possível observar que a direção da variação dos preços (subida ou queda) esteve coerente com as informações disponíveis publicamente à época, ainda que a intensidade dessas variações (configurando *outliers*) nem sempre tenha sido justificada de forma clara por eventos específicos ou informações únicas, bem como um certo atraso na reação do mercado às informações. Esses pormenores enfraquecem a percepção de eficiência do mercado.

No caso dos *outliers* negativos, como os de março de 2020 (início da pandemia) e setembro de 2023 (rebaixamento de *rating* e *follow-on* mal-sucedido), os movimentos de queda estiveram de fato relacionados a divulgação de informações novas e relevantes, endossando a

percepção de eficiência do tipo semiforte, onde os preços reagiram (ainda que com algum atraso) às informações públicas. Contudo, a magnitude das quedas se mostrou mais intensa que a do *benchmark* e a do IBOV, enfraquecendo, em contrapartida, a percepção de eficiência.

No *outlier* positivo de abril de 2024 (anúncio de recuperação extrajudicial), há indícios de que o mercado pode ter reagido de maneira especulativa, dado que a relevante variação do preço da ação não se sustentou nem refletiu melhora estrutural nos fundamentos da empresa. Isso indica que os preços podem sofrer distorções momentâneas (motivadas por nova informações, como o anúncio de recuperação extrajudicial) que não refletem uma mudança real na expectativa de retorno futuro, mas que endossam a lógica de eficiência semiforte (maximizar retornos em perspectiva do valor intrínseco percebido, que, nesse caso, foi a próximo de zero).

Os *outliers* positivos de abril de 2020 (aquisição da ASAPLog) demonstraram eficiência semiforte, mas também as principais limitações do trabalho: não foi possível mensurar se a incorporação de nova informação ao preço das ações foi exacerbada/irracional sem imprimir algum juízo de valor. Em outras palavras, a análise era capaz de demonstrar que, por exemplo, houve a divulgação de uma nova informação, a qual pode ter sido incorporada ao preço da ação e provocado uma variação da cotação ao nível de constituir um *outlier* se comparado com o IBOV. Entretanto, o estudo não foi capaz de mensurar a qualidade das novas informações que surgiram, se o efeito incorporado nos preços das ações era proporcional ao impacto “adequado” que essas informações deveriam de fato causar.

Considerando a limitação descrita acima, uma sugestão para estudos futuros seria a possibilidade de classificar e qualificar os tipos de informação (financeiras, operacionais, regulatórias, macroeconômicas, entre outras), criando uma relação com o comportamento dos preços para avaliar se há padrões mais previsíveis de reação conforme o tipo ou a origem da notícia. Para contribuir com essa relação da qualificação das informações e também para expandir a análise, em geral, outra sugestão para futuros trabalhos seria replicar a metodologia em mais empresas, bem como em outros setores.

A principal contribuição deste trabalho foi desenvolver uma análise prática, detalhada e qualitativa, que demonstra a importância de se considerar não apenas a existência de informação e a variação do preço da ação de forma concomitante, mas também o *timing*, a natureza do evento e a intensidade da variação da companhia em relação ao mercado. Com isso, o estudo ajuda investidores, analistas e outros agentes de mercado a compreenderem (apesar da tendência geral de eficiência semiforte de incorporar novas informações à variação do preço das ações) os pontos de potencial ineficiência do mercado brasileiro (como atrasos em relação

às notícias e à formação de *outliers* por variação da cotação mais relevante que a variação da cotação dos pares). Essa compreensão permite uma avaliação mais crítica das estratégias de investimento, mostrando que, embora os preços tendam a refletir as informações disponíveis (em linha com as formas fraca e semiforte da HME), existem janelas de ineficiência que podem ser exploradas por agentes na busca por retornos excepcionais no mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

- AGÊNCIA BRASIL. Copom reduz Selic para 3,75% ao ano para conter impacto da pandemia.** Brasília: Agência Brasil, 18 mar. 2020. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2020-03/copom-reduz-selic-para-375-ao-ano-para-conter-impacto>. Acesso em: 12 abr. 2025.
- AGÊNCIA IBGE NOTÍCIAS. Censo é adiado para 2021; coleta presencial de pesquisas é suspensa.** Rio de Janeiro: IBGE, 17 mar. 2020. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/27160-censo-e-adiado-para-2021-coleta-presencial-de-pesquisas-e-suspensa>. Acesso em: 12 abr. 2025.
- ALLIED TECNOLOGIA. Release de Resultados Allied Tecnologia (4T24).** São Paulo: Allied Tecnologia – Relações com Investidores, dez. 2024. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/cbfa0f13-b657-4ace-bf5e-810e7bfc1e12/54a5c9b1-a529-f1d5-83b1-268b8711b253?origin=1>. Acesso em: 11 abr. 2025.
- ARAUJO, Mayse R. et al. A reação do mercado à atuação do seguro depósito no Brasil: o Caso do Banco Panamericano.** João Pessoa: Revista Evidenciação Contábil & Finanças. Vol. 10, No 2, p. 102–117. 2022.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ata da 226ª Reunião do Comitê de Política Monetária – 17 e 18 de março de 2020.** Brasília: BCB, 23 mar. 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/18032020>. Acesso em: 12 abr. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ata da 261ª Reunião do Comitê de Política Monetária – 1 e 2 de agosto de 2023.** Brasília: BCB, 8 ago. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/02082023>. Acesso em: 18 abr. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim Focus – 19 de abril de 2024.** Brasília: BCB, 23 mar. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/19042024>. Acesso em: 19 abr. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Histórico das taxas de juros.** Brasília: BCB. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 12 abr. 2025.
- BBC NEWS BRASIL. Moro deixa governo e acusa Bolsonaro de tentar interferir na PF: 'Tenho que preservar minha biografia'.** BBC, 24 abr. 2020. Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/brasil-52415933>. Acesso em: 19 abr. 2025.
- CNN BRASIL. Bolsonaro volta a chamar medidas contra coronavírus de histeria.** São Paulo: CNN Brasil, 17 mar. 2020. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/politica/bolsonaro-volta-a-falar-em-histeria-e-diz-que-medidas-contra-coronavirus-afetam/>. Acesso em: 12 abr. 2025.
- CNN BRASIL. Mercado eleva pela 2ª vez previsão para taxa Selic em 2024, aponta Focus.** São Paulo: CNN Brasil, 23 abr. 2024. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/microeconomia/mercado-eleva-pela-2a-vez-previsao-para-taxa-selic-em-2024-aponta-focus/>. Acesso em: 18 abr. 2025.

CNN BRASIL. Via volta a se chamar Casas Bahia e retoma antigo slogan. São Paulo: CNN Brasil, 13 set. 2023. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/investimentos/via-volta-a-se-chamar-casas-bahia-e-retoma-antigo-slogan/>. Acesso em: 18 abr. 2025.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Nova York: The Journal of Finance. 1970. Vol. 25, No 2, p. 383-417.

FAMA, Eugene F. Random Walks in Stock Prices. Selected Papers: Graduate School of Business University of Chicago. 1965. Vol. 16.

FORTI, Cristiano A. B.; PEIXOTO, Fernanda M.; SANTIGO, Wagner P. Hipótese da eficiência de mercado: um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. Gestão & Regionalidade. 2009. Vol. 25, No 75.

G1 SÃO PAULO. SP registra a primeira morte pelo novo coronavírus no Brasil. São Paulo: G1, 17 mar. 2020. Disponível em: <https://g1.globo.com/sp/sao-paulo/noticia/2020/03/17/estado-de-sp-tem-o-primeiro-caso-de-morte-provocada-pelo-coronavirus.ghtml>. Acesso em: 12 abr. 2025.

GAZETA DO POVO. Selic: as razões para o BC frear a queda dos juros. Gazeta do Povo, 29 abr. 2024. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/economia/selic-razoes-bc-frear-queda-juros/>. Acesso em: 19 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Ata da assembleia geral extraordinária. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 12 set. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/3fc2afc6-f75e-fc18-24d8-df7a6e7ee344?origin=1>. Acesso em: 18 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Comunicado ao Mercado – Abertura de prazo de desistência aos Acionistas da Oferta Prioritária (conforme abaixo definido) que tenham realizado Pedido de Subscrição Prioritária. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 13 set. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/b0ddf168-cf50-46aa-8657-9dc086ed3086?origin=1>. Acesso em: 18 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Comunicado ao Mercado – Aquisição da ASAPLog. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 27 abr. 2020. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/8b177a3f-4cf8-4c97-9909-7c4edef72aa1_Comunicado%20ao%20Mercado%20ASAPLog_final.pdf. Acesso em: 19 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Comunicado ao Mercado: Esclarecimento sobre endividamento e posição de caixa. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 18 mar. 2020. Disponível em: https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/6505/IPE/2020/8366efec-9d6f-4992-a890-b71c8a8b7d40/20200319005558799182_6505_746593.03.20_Port_e_Eng.pdf. Acesso em: 12 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Comunicado ao Mercado: Recuperação Extrajudicial. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 30 abr. 2024. Disponível em:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/f82eb42bd5b6-09c6-b53d-76c491b24b50?origin=1>. Acesso em: 19 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Comunicado ao Mercado – Revisão dos Ratings S&P da Via para brA. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 10 set. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/f8c1078a-b363-75d4-0986-d7b9fe967acb?origin=1>. Acesso em: 18 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Fato Relevante – Continuação do Reperfilamento da Dívida Financeira da Companhia. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 28 abr. 2024. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/5db74f43-4223-7d46-b298-5a8a9416f56e?origin=1>. Acesso em: 19 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Fato Relevante: Esclarecimento sobre endividamento e posição de caixa. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 18 mar. 2020. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/bbdd2f47-3653-45db-9b01-0ffd9df497cd_Via%20Varejo%20-%20FR_18.03.20_Port.pdf. Acesso em: 12 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Fato Relevante – Fixação do Preço de Emissão das Ações da Companhia. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 14 set. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/97b6ec98-0f0e-8b28-1a4f-0b4abc6d6409?origin=1>. Acesso em: 18 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Fato Relevante – Lançamento de oferta primária de ações de emissão da Via S.A. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 5 set. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/8d5a0507-4f8c-6dfa-df29-6f4839a24262?origin=1>. Acesso em: 18 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Fato Relevante – Nova proposta de chapa para nosso conselho de administração. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 20 abr. 2020. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/4e292808-8048-48df-a45d-42c5a38e04ca_Via%20Varejo_Fato%20Relevante_20042020_PT_VF.pdf. Acesso em: 19 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Fato Relevante – Plano de Transformação e Projeções. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores., 10 ago. 2024. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/4ec2375b-f021-c73f-d987-0750b2429ddd?origin=1>. Acesso em: 19 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Fato Relevante – Revisão do Rating S&P e possibilidade de liquidação antecipada de debêntures e CRIs. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 13 set. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/c3f025ec-be59-fb62-706a-41f5a4b966f6?origin=1>. Acesso em: 18 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Nossa história. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores. Disponível em: <https://ri.grupocasasbahia.com.br/a-companhia/nossa-historia/>. Acesso em: 11 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Nossas marcas. São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores. Disponível em: <https://ri.grupocasasbahia.com.br/a-companhia/nossas-marcas/>. Acesso em: 11 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Release de Resultados Casas Bahia (2T23). São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, 10 ago. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/2cc2f8cc-9cf5-5ec7-e5b3-6e025de012f7?origin=1>. Acesso em: 18 abr. 2025.

GRUPO CASAS BAHIA. Release de Resultados Casas Bahia (4T24). São Paulo: Grupo Casas Bahia – Relações com Investidores, dez. 2024. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/2fcfe396-8567-27c8-787c-0c776c28dacf?origin=1>. Acesso em: 11 abr. 2025.

INFOMONEY. Grupo Casas Bahia (VIIA3), antiga Via, fecha com queda de 18,9% após oferta de ações ficar abaixo das expectativas. InfoMoney, 14 set. 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/grupo-casas-bahia-viiia3-antiga-via-precifica-oferta-de-acoes-em-r-080-por-acao-totalizando-r-622-mi/>. Acesso em: 18 abr. 2025.

INFOMONEY. Via (VIIA3) e Magazine Luiza (MGLU3): apesar da queda dos juros, por que as varejistas não animam os investidores? InfoMoney, 13 set. 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/via-viiia3-e-magazine-luiza-mglu3-apesar-da-queda-dos-juros-por-que-as-varejistas-nao-animam-os-investidores/>. Acesso em: 18 abr. 2025.

INFOMONEY. Via (VIIA3): S&P corta rating para ‘brA-’ por alavancagem ainda acima do esperado. São Paulo: InfoMoney, 11 set. 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/via-viiia3-sp-corta-rating-para-bra-por-alavancagem-ainda-acima-do Esperado/>. Acesso em: 18 abr. 2025.

INSTITUTO ASSAF. Indicadores de desempenho e valor de balanços. São Paulo: Instituto Assaf. Disponível em: <https://www.institutoassaf.com.br/indicadores-e-demonstracoes-financeiras/nova-metodologia/indicadores-de-desempenho-e-valor-de-balancos/>. Acesso em: 04 abr. 2025.

MACIEL, Gabriela F. S. V.; WOLFF, Mariana G. C.; RÊGO, Ricardo B. Teste de Eficiência de Mercado no Brasil: Um Estudo de Caso na Petrobras. Relatórios de pesquisa em engenharia de produção. 2015. Vol. 15, No A1, p. 1-7.

MAGAZINE LUIZA. Release de Resultados Magazine Luiza (4T24). São Paulo: Magazine Luiza – Relações com Investidores, dez. 2024. Disponível em: [https://ri.magazineluiza.com.br>ListResultados/Download.aspx?Arquivo=7T8vewPlO6wL+d1pZrpqYQ==](https://ri.magazineluiza.com.br/ListResultados/Download.aspx?Arquivo=7T8vewPlO6wL+d1pZrpqYQ==). Acesso em: 11 abr. 2025.

MARKOWITZ, Harry M. Portfolio Selection. Journal of Finance. 1952.

O TEMPO. Mercado aposta em queda forte da ação do Grupo Casas Bahia. O Tempo, 13 set. 2023. Disponível em: <https://www.otimepo.com.br/economia/mercado-aposta-em-queda-forte-da-acao-do-grupo-casas-bahia-1.3233309>. Acesso em: 18 abr. 2025.

SCOTT, William R. Financial Accounting Theory. Canada: Prentice Hall Professional Technical Reference. 1995. Cap. 4, 5 e 6.

SILVA, Vanessa M.; SOUZA, Dyliane M. S.; LUCENA, Wenner G. L. **Impacto no Mercado Acionário Brasileiro Causado pelo Caso JBS.** Salvador: Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade. 2019. Vol. 9, No 2, p. 96-112.

S&P GLOBAL. **Capital IQ Pro. S&P Global Market Intelligence.** Disponível em: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/pt/sp-capital-iq-pro>. Acesso em: 04 abr. 2025.

TESOURO NACIONAL. **Histórico de preços e taxas.** Brasília: Tesouro Direto, 2025. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/historico-de-precos-e-taxas.htm>. Acesso em: 19 abr. 2025.

UOL ECONOMIA. **Casas Bahia mira cidades até 200 mil habitantes para novas lojas em 2025.** São Paulo: UOL, 25 mar. 2024. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2024/03/25/casas-bahia-mira-cidades-ate-200-mil-habitantes-para-novas-lojas-em-2025.htm>. Acesso em: 11 abr. 2025.

VALOR ECONÔMICO. **Análise: porque a Casas Bahia chegou nessa situação.** São Paulo: Valor Econômico, 29 abr. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2024/04/29/analise-por-que-a-casas-bahia-chegou-nessa-situacao.ghml>. Acesso em: 19 abr. 2025.

WHIRLPOOL S.A. **Release de Resultados Whirlpool S.A. (4T24).** São Paulo: Whirlpool S.A., dez. 2024. Disponível em: https://whirlpool.s3.amazonaws.com/2013/12/DFP-Padronizada_Whirlpool-S.A.-2024-1.pdf. Acesso em: 11 abr. 2025.

XP INVESTIMENTOS. **Os impactos do coronavírus para as empresas.** São Paulo: XP Inc., 18 mar. 2020. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/os-impactos-do-coronavirus-para-as-empresas/>. Acesso em: 12 abr. 2025.