

# **ESTRATÉGIA DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES: EXAME DOS EFEITOS NO MERCADO ACINÁRIO DA FUSÃO LATAM**

**PATRÍCIA RIBEIRO ROMANO**

Universidade Federal do Rio Grande do Norte  
patricia\_ribeiro\_romano@hotmail.com

# ESTRATÉGIA DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES: EXAME DOS EFEITOS NO MERCADO ACIONÁRIO DA FUSÃO LATAM

## 1. Introdução

Fusões e aquisições (F&As) são processos que têm reconfigurado e transformado a dinâmica das relações empresárias. Segundo os relatórios da KPMG (2012) e da PricewaterhouseCoopers (2012) o número de fusões e aquisições vem crescendo no Brasil desde o início dos anos 2000.

Caldas, Vasconcelos e Wood Jr (2003) relatam que as razões mais citadas para uma empresa buscar um processo de F&As foram, em primeiro lugar, a reação ou a antecipação a um movimento dos concorrentes; a segunda razão foi o surgimento de novos entrantes ou produtos e serviços substitutos; e a terceira relacionava-se à necessidade de gerar economias de escala.

Um dos modos de mensurar os benefícios gerados pelas F&As é através da resposta dada nos preços das ações das companhias no mercado acionário, a partir da divulgação do anúncio do processo. Como a informação constitui o principal insumo para os investidores tomarem suas decisões, a publicação dessa notícia proporciona uma reavaliação do valor da organização, devido à alteração em seus fluxos de caixa esperados e em seu nível de risco. (BRITO, BATISTELA e FAMÁ, 2005).

Parte da literatura econômico-financeira sobre fusões e aquisições analisa o impacto do anúncio dessas operações no valor de mercado das empresas participantes. Neles existem contradições sobre o resultado dos processos de F&As. Estudos afirmaram que esses processos geraram retornos anormais positivos e significantes para as empresas adquiridas e retornos anormais próximos à zero para as empresas adquirentes.

Dentre os setores do mercado brasileiro, o setor de transporte aéreo obteve poucas empresas que passaram por F&As. Entretanto, estes processos foram impactantes para a estruturação do setor. Camilo Perreira (2012) aponta que as fusões e aquisições contribuíram para a diminuição da concorrência. Além disso, a autora afirma que esse cenário estimulou uma maior competição, uma vez que o mercado sendo controlado por poucas empresas produziu a centralização do capital, isto é, a busca por *market share* e, nesses termos, vale enfatizar que quanto maior o grau de concentração das empresas, mais lucrativas estas empresas se tornam.

Aliado a isso, no dia 13 de agosto de 2010 ocorreu o anúncio da fusão entre duas grandes empresas do setor de transporte aéreo da América Latina, de um lado a TAM S.A. e do outro a LAN Airlines S.A. Com essa união criou-se a LATAM Airlines Group S.A, a maior companhia aérea da América Latina e um dos dez principais grupos mundiais de transporte aéreo.

Neste trabalho analisei a fusão entre TAM S.A e LAN Airlines S.A, com a finalidade de responder a seguinte pergunta: Como os retornos gerados pela fusão são compartilhados entre os acionistas da empresa adquirente e adquirida? O estudo empírico foi estruturado por meio da análise do comportamento do preço das ações das empresas envolvidas num processo de fusão, imediatamente após o anúncio da intenção.

O objetivo do presente trabalho é analisar se a fusão LATAM anunciada no dia 13 de agosto de 2010 proporcionou retornos anormais para os acionistas das empresas adquirente e adquirida. Por meio da pesquisa, em que se utilizou o estudo de eventos para estimar as alterações anormais ocorridas nos preços das ações, pretendeu-se examinar como o mercado acionário reagiu a este anúncio de fusão no setor de transporte aéreo.

Para tanto, este artigo foi dividido em seis seções. A primeira corresponde à presente introdução; na segunda encontra-se o referencial teórico, em que são revistos os conceitos, os motivos, os impactos gerados pela F&A e as formas pelas quais os dados de mercado acionário podem ser utilizados para discernir entre estas; a terceira parte descreve o setor e a fusão que foi analisada; a quarta expõe a metodologia do estudo de eventos utilizada na pesquisa, abordando a caracterização da pesquisa, o plano de coleta de dados e o plano de análise dos dados; na quinta analisa-se o resultado do evento selecionado em termos de retornos gerados para as empresas participantes do processo. Por fim são apresentadas as conclusões.

## **2. Referencial Teórico**

### **2.1 Os Motivos e os Impactos das Fusões e Aquisições**

De acordo com a Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/76) em seu artigo 228, o conceito de fusão envolve uma “operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. E, segundo essa mesma lei em seu artigo 227 a aquisição consiste em uma “operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucedem em todos os direitos e obrigações”.

Diversos estudos procuram descrever e analisar as motivações das empresas ao se envolverem em processos de F&A. Camargos e Barbosa (2003a), afirmam que os processos de F&As constituem uma maneira rápida de uma firma crescer, entrar em mercados, defender-se de aquisições indesejadas e de aproveitar oportunidades de investimento.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002), também, descrevem as motivações. Os autores apontam os efeitos sinérgicos em quatro fontes: 1) aumento de receitas pode resultar dos ganhos de marketing, benefícios estratégicos e poder de mercado; 2) Redução de custos, através da possibilidade de que empresa combinada opere mais eficientemente do que duas empresas independentes, ocasionada pelas economias de escala, economias de integração vertical, recursos complementares e eliminação de administração ineficiente; 3) ganhos fiscais podem ser um forte incentivo para algumas aquisições. Os ganhos fiscais possíveis numa aquisição decorrem dos seguintes aspectos: uso de prejuízos operacionais líquidos para fins fiscais, uso de capacidade ociosa de endividamento, uso de fundos excedentes; 4) custo de capital pode ser frequentemente reduzido quando duas empresas se fundem, pois os custos de emissão de títulos estão sujeitos a economias de escala.

Carlton e Perloff (1994) assinalam muitas razões para a realização desses processos. Dentre elas, evidenciam-se a elevação da eficiência das firmas por meio de fusões, aumentos na escala ótima de produção e uma gestão mais produtiva da nova fábrica.

Nos processos de F&As, entretanto, também apresentam consequências inesperadas e negativas para as empresas. Muitas organizações que passaram por esses processos apresentaram graves efeitos colaterais, o que resultaram em perdas de valor.

Dentre os possíveis efeitos colaterais ocasionados pelas F&As, destacam: divergências e incompatibilidades entre estilos de gestão; choques culturais; conflitos e batalhas políticas pelo poder; custos de agência; dificuldades de entendimento, pela firma adquirente; perda de foco e de direção; falta de visão do negócio e dos problemas futuros da nova empresa. (CAMARGO e BARBOSA, 2004). (Ver Quadro 1)

Caldas, Vasconcelos e Wood Jr (2003) afirmaram que um dos fatores que explicam as diferenças entre sucesso e insucesso nos processos de fusão e aquisição é o grau de aplicação de abordagens muito reducionista, que não reconhece a complexidade e todas as dimensões envolvidas. Os autores afirmaram ainda que as organizações que passaram por F&A deveriam

ter uma visão sistêmica, ao adotar uma perspectiva que considere as diversas dimensões envolvidas no processo. Dimensões essas que abrangem os aspectos estratégicos, financeiros, estruturais, tecnológicos e humanos.

Em termos dos aspectos humanos e, conseqüentemente, das dinâmicas culturais implicados no processo, é exatamente nessa etapa de transição que poderão encontrar às maiores dificuldades, podendo comprometer toda a F&A, mesmo que esta se tenha embasado por adequados padrões operacionais. Os encaminhamentos nessa fase geralmente têm grande influência no processo geral, chegando até a determinar a eficiência do processo de mudança. (ROSSINI, CRUBELLATE e MENDES, 2001).

Love e Gibson (1999) e Carvalho e Moreno (2001), também, confirmam esse pensamento. Os autores apontam que os efeitos das batalhas culturais dentro de uma mesma entidade organizacional podem ser devastadores para os processos de fusões e aquisições se não forem bem desenvolvidas. Conseqüentemente, a eficácia da reconfiguração organizacional depende do alinhamento e da integração dos vários componentes culturais.

Quadro 1: Efeitos colaterais

CONSEQUÊNCIAS INESPERADAS PARA O INDIVÍDUO	CONSEQUÊNCIAS INESPERADAS PARA A EMPRESA
<ul style="list-style-type: none"> <li>•Raiva e ressentimento em relação à empresa</li> <li>•Queda na criatividade e na capacidade de inovação</li> <li>•Perda de comprometimento</li> <li>•Aumento da resistência em participar das iniciativas da empresa</li> <li>•Queda no desempenho e na produtividade individuais</li> <li>•Perda de atitude empreendedora</li> <li>•Perda de confiança na empresa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Perda de visão estratégica</li> <li>•Perda de espírito de equipe</li> <li>•Perda de experiência e memória organizacional</li> <li>•Perda de liderança</li> <li>•Aumento de burocracia</li> <li>•Crise de comunicação</li> <li>•Deterioração do clima organizacional</li> </ul>

Fonte: VASCONCELOS, CALDAS e WOOD JR.(2003)

Kole e Lehn (2000) realizaram uma pesquisa no setor aéreo americano, para analisar os impactos gerados pela aquisição da Piedmont Aviation pela USAir Group realizada em 1987. Os autores encontraram que o processo gerou perdas, por conta de conflitos entre as culturas das duas empresas.

## 2.2 Retorno Anormal em Fusão e Aquisição

A principal motivação para a maioria das fusões é aumentar o valor da empresa combinada. Se as empresas A e B realizam uma fusão para formam a companhia C, e se o valor de C supera os de A e B, considerados separadamente, diz-se que há sinergia. Uma fusão como essa deve ser benéfica tanto para os acionistas de A quanto para os de B.

As quantificações desses retornos (ganhos ou não), entretanto, não são tão simples. A literatura econômico-financeiro sobre os processos de fusões e aquisições apontam que o impacto desses processos é corretamente mensurada pela mudança do valor da empresa no mercado acionário associado ao anúncio da intenção do processo.

Schipper e Thompson (1983); Copeland e Weston (1988) afirmam que o mercado acionário é considerado o melhor avaliador dos ganhos ou não gerados por processos de F&As. A essência desse raciocínio está fundamentada na hipótese de eficiência de mercado, pesquisada primordialmente por Fama (1970). De acordo, com essa hipótese de mercado eficiente, os preços das ações sofrem ajustes, refletindo as novas expectativas do mercado geradas pela divulgação de uma nova informação.

Os processos de fusões e aquisições de firmas têm gerado muita discussão sobre a real eficiência em se criar valor. Inúmeros estudos sobre o assunto foram realizados, principalmente, a partir da década de 80.

Parte das pesquisas afirma que quando há um anúncio de F&A, os preços de mercado das ações da empresa adquirente tende a decrescer, ao passo que o preço das ações da firma adquirida tende a subir após o anúncio da operação. Essa perspectiva teórica vai de encontro com a hipótese de eficiência do mercado de controle proposto por Manne (1965).

Estudos como Firth (1980) e Limmack (1990) corroboram com esse pensamento. Esses autores analisaram fusões e aquisições no Reino Unido e verificaram que elas foram benéficas apenas para os acionistas das firmas adquiridas. Eger (1983) obteve os mesmo resultados, o autor constatou um retorno negativo de 3,1% para as empresas adquirentes.

Ao contrário desses resultados, Mandelker (1974); Jensen e Ruback (1983); Asquith (1983); Dennis e McConnell (1986); Jarrel e Poulsen (1989); Franks e Harris (1989); Stulz, Walkling e Song (1990); Datta, Pinchese Narayanan (1992); Mackinlay (1997); Moeller, Schilingemann e Stulz (2003); Campa e Hernando (2004) e Habibe (2006) concluíram que as F&As geram retornos anormais positivos e significantes para as empresas adquiridas e retornos anormais próximos à zero para as empresas compradoras.

Dodd e Ruback (1977), no entanto, apresentaram em seus estudos que tanto os acionistas adquirentes quanto alvos obtêm retornos anormais nas fusões. Bradley (1980), Jarrell e Bradley (1980), Agarwal e Singh (2006); e Pinheiro (2010) também obtiveram resultados que confirmam esta hipótese (retornos positivos para ambas as empresas).

Singal (1996) obteve os mesmos resultados ao analisar o comportamento dos preços das empresas do setor aéreo que passaram pelo processo de fusão. O autor encontrou em seus resultados, que as empresas participantes obtiveram retornos positivos (18% para a firma alvo e 1,5% para a adquirente).

Wong e Cheung (2009) encontraram resultados totalmente diferentes daqueles apresentados anteriormente nesse artigo. Os autores investigaram os efeitos dos anúncios de F&As nos preços das empresas participantes no período de 2000 a 2007. Seus resultados indicam que há retornos positivos para as empresas adquirentes e resultados negativos para as empresas alvo.

### **3. Setor Aéreo Brasileiro**

Lovadine e Oliveira (2006) apontam que o setor de transporte aéreo é considerado de caráter estratégico. Ao realizar a integração intra-regional e internacional, cumpre um importante papel estimulando relações econômicas e o intercâmbio de pessoas e mercadorias no âmbito nacional e internacional.

Apesar, desse caráter vital para a economia, o setor de transporte aéreo é caracterizado por ser uma atividade arriscada, com custos de manutenção elevados. As organizações do setor de transporte aéreo brasileiras enfrentam o fato de terem receitas em reais, entretanto, grande parte de suas despesas operacionais em dólares – o que reduz a lucratividade. Além disso, apresentam choques cíclicos de demanda e instabilidade do mercado petrolífero. (CAMARGOS E BARBOSA, 2004; UEDA, 2012; OLIVEIRA, 2012).

A partir dessas constatações dos riscos e potencial econômico vinculado a este setor Ragazzo (2006) aponta que os processos de fusões, aquisições e cooperação dentro do setor aéreo estão relacionados com a intermitente necessidade de reverter quadros de crises econômico-financeiras decorrentes de eventuais ineficiências regulatórias, períodos de recessão econômica, ou mesmo de má administração gerencial.

Santacruz (2009) assinala um outro motivo para os processos de fusões, aquisições e acordos entre firmas deste setor. O autor aponta que esses tipos de processos são incentivados

pela tendência à concentração de capital. Além disso, ele afirma que as características da indústria de transporte de passageiros determinam uma estrutura de mercado na forma de duopólio na maior parte dos países, inclusive no Brasil.

Oliveira (2012) e Camilo Perreira (2012) corroboram com a ideia de duopólio no mercado brasileiro. Camilo Perreira (2012) afirma que a TAM e a Gol promoveram a acumulação de seus capitais adquirindo novas empresas, de pequeno e médio porte que não possuíam poder de mercado compatível com o padrão de concorrência exercido no setor de transporte aéreo. Além disso, elas realizaram acordos com empresas estrangeiras que buscavam incrementar suas estratégias através de novos parâmetros de concorrência e crescimento.

Dentre esses acordos realizados por empresas nacionais com organizações estrangeiras, a fusão entre a TAM S.A. e a LAN Airlines S.A foi uma das que mais impactaram no mercado brasileiro.

### **3.1 Fusão LATAM**

A TAM e a chilena LAN comunicaram no dia 13 de agosto de 2010, à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) um memorando de entendimentos no qual as empresas declaram ter a “finalidade de regular os termos e condições para a negociação da combinação das atividades das companhias”. Através deste comunicado a TAM, a maior companhia aérea brasileira com uma frota de 156 aviões de passageiros, comunica a intenção de união com a LAN, a principal empresa do setor de transporte aéreo chilena com 125 aviões de passageiros e 14 aeronaves de carga e que alcançou lucro de 320,2 milhões de dólares em 2011.

Mas, somente em 22 de junho de 2012 é que ocorre a efetivação da fusão entre as duas companhias aéreas da América do Sul. Com a fusão surge a LATAM Airlines Group S.A, a maior companhia aérea da América Latina e um dos dez principais grupos mundiais de transporte aéreo.

Para que houvesse a realização desse acordo, teve que ocorrer uma oferta pública de ações, com a finalidade de cancelar o registro de companhia aberta da TAM. A permuta envolveu as ações preferenciais em circulação - incluindo as detidas pelos controladores da TAM. Também abrangeu as ações ordinárias em circulação, até o limite de 20%, conforme determina a lei brasileira. A TAM, também, deixou de ter suas ações listadas na BM&FBovespa, bem como as ADRs em Nova York.

Com a fusão, ocorreu uma reorganização societária, onde a LAN deteve na nova companhia, 79,6% das ações ordinárias do grupo - portanto, com poder de voto sobre as decisões. A TAM ficou com os outros 20,4% das ações.

A LATAM Airlines Group S.A encerrou o primeiro trimestre de 2013 com lucro líquido de US\$ 42,7 milhões. Um valor acima da média de US\$ 34,6 milhões projetados pelos bancos J.P. Morgan, Bank of America Merrill Lynch e Citi. A empresa formada em 2013 com a fusão das operações entre a LAN e a TAM estima obter sinergias entre US\$ 250 milhões e US\$ 300 milhões em 2013. O número é relevante em vista do total de US\$ 600 milhões a US\$ 700 milhões que a empresa espera conquistar até 2016.

## **4. Metodologia**

Esta pesquisa pode ser classificada como descritiva, visto que teve como objetivos: contextualizar, descrever e analisar uma das maiores fusões ocorridas no setor de transporte aéreo brasileiro, visando entender melhor os seus possíveis desdobramentos. Ela foi baseada em dados secundários, cujo objetivo foi identificar se o anúncio do processo de fusão da LATAM resultou na valorização de preço em mercado das firmas envolvidas (adquirente e

adquirida). Foi utilizada a técnica de pesquisa *ex-post-facto*, pois foram analisados fatos ocorridos no passado, após as variáveis terem interferido sobre o objetivo de pesquisa, não sendo possível interferência do pesquisador sobre as variáveis analisadas (COOPER e SCHINDLER, 2003).

A pesquisa utiliza-se, ainda, do estudo de caso que tem por premissa, que um caso estudado com profundidade, pode ser considerado representativo de muitos outros e serve para aprofundar os conhecimentos (MARCONI E LAKATOS, 2007).

A finalidade desta pesquisa é investigar os possíveis efeitos no mercado de capitais resultantes da fusão entre a TAM S.A e LAN Airlines S.A (nova LATAM) anunciado no dia 13 de agosto de 2010. Para atingir esse objetivo, é realizada uma análise do comportamento dos retornos anormais das duas empresas envolvidas, através da metodologia do estudo de evento.

Mackinlay (1997) afirma que o estudo de evento é a metodologia mais utilizada em pesquisas sobre fusões e aquisições. Campbell, Lo e Mackinley (1997) apontam que o estudo de evento consiste em método pelo qual é possível medir o efeito de um evento econômico no preço de mercado de uma determinada empresa. Tal método é possível e eficaz em função da hipótese de eficiência de mercado defendida por Fama (1970). Esta hipótese parte do pressuposto da racionalidade do mercado, em que o efeito de um evento será refletido imediatamente nos preços dos ativos.

Para verificar o impacto do evento nas ações das empresas selecionadas, faz-se necessário a medição dos retornos anormais. O retorno anormal corresponde a parcela da alteração do valor da ação gerada por fatores externos às variações do mercado acionário em geral, sendo calculado pela diferença entre o retorno observado da ação e o retorno esperado, caso o evento não tivesse ocorrido. (BRITO, BATISTELA e FAMÁ, 2005). Assim, temos:

$$A_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t)$$

Onde  $AR_{it}$ ,  $R_{it}$  e  $E(R_{it}|X_t)$  são o anormal, observado e retorno esperado, respectivamente, para a determinada ação no período t.

O retorno esperado do ativo é calculado com base no modelo de mercado. Este modelo estabelece uma relação linear entre o retorno da ação e o retorno de mercado. (CAMARGOS e BARBOSA, 2003b). Além disso, segundo Brown e Warner (1980) o modelo de mercado leva em conta o risco específico de cada firma. A equação do modelo de mercado é:

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

Sendo  $R_{it}$  o retorno observado do título  $i$  no período t;  $R_{mt}$  o retorno observado da carteira de mercado no período t;  $\varepsilon_{it}$  o resíduo para o período t.

Para realizar o cálculo dos retornos foi utilizado às ações preferenciais da TAM na BM&FBOVESPA com o código TAMM4 e da LAN na NYSE com o código LFL, junto com os retornos do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo, Ibovespa, e os retornos do Índice Dow Jones. Esses dados foram obtidos através do banco de dados *Bloomberg*®. O software utilizado para preparação dos dados e cálculo dos retornos anormais foi o *MS-Excel*®.

O dia da ocorrência do evento é definido como “data zero” e o período no qual os preços das ações das empresas envolvidas serão examinados, de janela de evento. (MACKINLAY, 1997). Para esta pesquisa a data do evento foi constituída como o dia do comunicado da TAM e LAN na à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre o anúncio da fusão das duas empresas.

Conforme recomendado por Campbell, Lo e MacKinlay (1997) não houve sobreposição entre a janela de estimação e a janela do evento, para não haver influência do

evento no cálculo dos retornos anormais. Para cálculo do  $\alpha_i$  e do  $\beta_i$  foi considerada uma janela de estimação de 24 dias, correspondente ao intervalo entre [-30, -6]. Já a janela de evento adotada inclui dados de 6 dias antes e 6 dias depois da data do evento [-6; +6 dias] e dados de 3 dias antes e 3 dias depois [-3; +3].

O retorno anormal acumulado (CAR) para cada firma, na janela de tempo estipulada, foi calculado conforme a equação abaixo:

$$\overline{CAR}_{t_1, t_M} = \sum_{t=t_1}^{t_M} \overline{AR}_t$$

Em sequência foi realizado um teste de significância estatística do CAR pelo *T-Statistic*, para verificar se o resultado é estatisticamente diferente de zero. Para a execução dos testes estatísticos foi utilizado o software *Matlab*®.

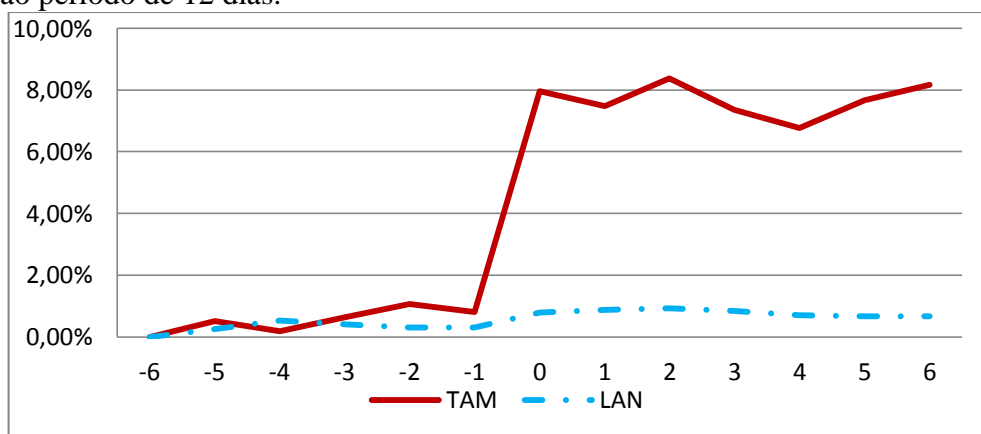
## 5. Análise dos Resultados

A partir da ideia de mercado eficiente proposto por Fama (1970) pode-se afirmar que as informações sobre as ações das empresas listadas no mercado acionário são imediatamente incorporadas aos preços dos seus ativos. Consequentemente, os investidores tendem a antecipar o resultado do processo de fusão e aquisição, promovendo reajustes nos preços.

Com base nessa ideia esta seção destina-se a exibir os retornos das duas empresas participantes da fusão (ver Figura 1). A tabela 1 apresenta os retornos anormais acumulados da TAM e da LAN para os períodos de 12 dias (seis dias antes e seis dias depois do evento) e de 6 dias (três dias antes e três dias depois do evento).

Os resultados indicaram que ao considerar o período maior de análise (12 dias), os retornos anormais para ambas as empresas foram positivos e estatisticamente significantes a 1%. Os retornos da TAM (empresa adquirida) obteve um valor médio de 4,38%, já a LAN (empresa adquirente) alcançou 0,56% de média. Esse resultado é coerente com os trabalhos de Mandelker (1974); Jensen e Ruback (1983); Asquith (1983); Dennis e McConnell (1986); Jarrel e Poulsen (1989); Franks e Harris (1989); Stulz, Walkling e Song (1990); Datta, Pinchese Narayanan (1992); Mackinlay (1997); Moeller, Schilingemann e Stulz (2003); Campa e Hernando (2004) e Habibe (2006); ao constatar que as F&As geram retornos anormais positivos e significantes para as empresas adquiridas e retornos anormais próximos à zero para as empresas adquirentes.

Para o período menor (6 dias), os resultados encontrados foram em parte os mesmos. Os retornos anormais da TAM e da LAN foram positivos, porém, um pouco maiores se comparado ao período de 12 dias.



Fonte: Elaborada pela autora: dados: Bloomberg®

**Figura 1- Retornos Anormais Acumulados na janela de 12 dias**



**Tabela 1 - Estatísticas Descritivas (média) dos retornos**

A amostra consiste na TAM e na LAN entre o período de 05/08/2010 a 23/08/2010. O retorno da TAM é o retorno anormal acumulado médio da empresa em relação à data do evento. Retorno da LAN é o retorno anormal acumulado médio da organização em relação à data do evento. \*\*\*, \*\* e \* representam o retorno anormal estatisticamente significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fusão entre TAM e LAN		
Variável	Período (-6 a +6)	Período (-3 a +3)
TAMM4	4,38%*** (4,2274)	4,81** (3,4039)
LFL	0,56%*** (7,1628)	0,64%*** (6,0691)

## 6. Conclusão

No mercado de transporte aéreo brasileiro há um duopólio representado por duas grandes empresas, de um lado a GOL e de outro a TAM. As duas organizações adquiriram novas empresas, de pequeno e médio porte que não possuíam poder de mercado para competir no setor. Além disso, as duas realizaram acordos com empresas estrangeiras que buscavam incrementar suas estratégias.

Logo, os processos de F&As foram determinantes para a diminuição da concorrência e para o aumento concentração de capital. Estudar um destes processos contribui para uma melhor análise da estruturação deste mercado atualmente.

Para colaborar com o estudo do setor de transporte aéreo brasileiro este artigo teve como objetivo analisar a fusão entre as empresas TAM S.A. e a LAN Airlines S.A anunciada no dia 13 de agosto de 2010, através de um memorando de entendimentos no qual as empresas declaram ter a “finalidade de regular os termos e condições para a negociação da combinação das atividades das companhias”.

Por meio da metodologia do estudo de evento, investigou-se o comportamento dos retornos anormais das firmas participantes, visando avaliar seus resultados (ganhos ou não). Ou seja, se essa fusão resultou em ganho de valor para os acionistas das duas empresas.

Os resultados gerados por essa fusão indicam que há retornos anormais positivos e significantes estatisticamente para as duas empresas participantes. A empresa adquirente, LAN, obteve retorno próximo à zero, entretanto, a TAM, empresa adquirida, apresentou um retorno anormal maior.

O estudo mostrou as mesmas conclusões de Mandelker (1974); Jensen e Ruback (1983); Asquith (1983); Dennis e McConnel (1986); Jarrel e Poulsen (1989); Franks e Harris (1989); Stulz, Walkling e Song (1990); Datta, Pinchese Narayanan (1992); Mackinlay (1997); Moeller, Schilingemann e Stulz (2003); Campa e Hernando (2004) e Habibe (2006). Ao constatar que em uma fusão, o retorno anormal da empresa adquirida é elevado e positivo, enquanto o retorno anormal da firma adquirente é próximo à zero.

Mesmo a empresa adquirente obtendo retornos muito pequenos, próximos à zero; tal fato não sugere que a fusão não gerou benefícios econômicos, pois, como assinala a literatura, esses benefícios decorrem dos ganhos de escala e do aumento do poder de mercado proporcionados pela fusão. (BRITO, BATISTELA e FAMÁ, 2005)

## 7. Referências

AGARWAL, Manish, SINGH Harminder. Merger announcements and insider trading activity in India: an empirical investigation. **Investment Management and Financial Innovations**, v. 3, p. 140-154, 2006.

ASQUITH, Paul. Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. **Journal of Financial Economics**, v. 11, p. 51-83, 1983.

BRADLEY, Michael. Interfirm tender offers and the market for corporate control. **Journal of Business**, v.53, p. 345- 376, 1980.

BRASIL. Decreto Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as sociedades por ações**. Diário Oficial [da República Federativa do Brasil], Brasília, 17 dez. 1976. Disponível em: < <http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 25 mai. 2013.

BRITO, Giovani A. Silva; BATISTELA, Flávio Donizete; FAMÁ, Rubens. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. **Revista de Administração**, v.40, n.4, p.353-360, 2005.

BROWN, Stephen J.; WARNER, Jerold. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 8, n. 3, p. 205-258, 1980.

CALDAS, Miguel Pinto; VASCONCELOS, Flavio Carvalho de; WOOD JR, Thomaz. Fusões e Aquisições no Brasil. **GV Executivo**, v. 2, n. 2, p. 41-45, 2003.

CAMARGOS, Marco Antônio e BARBOSA, Francisco. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas, **Caderno de Pesquisas em Administração**, v.10, n. 2, p.17-38, 2003a.

CAMARGOS, Marco Antônio e BARBOSA, Francisco. Estudos de Evento: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 3, p. 01- 20, 2003b.

CAMARGOS, Marco Antônio ; BARBOSA, Francisco Vidal . Acordo de fusão TAM VARIG: Um estudo de caso dos fatores estratégicos, mercadológicos e financeiros e seus impactos sobre os stakeholders. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 11, n. 4, p. 75-91, 2004.

CAMILO PEREIRA, Ana Paula. **Dinâmica empresarial no setor de transporte aéreo brasileiro: criando e sustentando estratégias competitivas**. In: XII Colóquio Internacional de Geocrítica, Anais Bogotá/Colômbia, 2012.

CAMPA, José Manuel; HERNANDO, Ignacio. Shareholder value creation in European M&As. **European Financial Management**, v.10, p 47–81, 2004

CARLTON, Dennis; PERLOFF, Jeffrey. **Modern industrial organization**. 2. ed. New York: Harper Collins College, 1994.

CARVALHO, José Luís; MORENO, Roberto. **Valores Organizacionais e Valor Financeiro: Gestão Integrada da Transformação Cultural em Fusões e Aquisições Corporativas**. In: I Encontro Brasileiro de Finanças, São Paulo. Anais do Primeiro Encontro Brasileiro de Finanças, 2001.

CAMPBELL, John; LO, Andrew; MACKINLAY, A. Craig. **The econometrics of financial markets**. New Jersey, 1997.

COOPER, Donald; SCHINDLER, Pamela. **Métodos de pesquisa em administração**. 7. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COPELAND, Tom E.; WESTON, John F. **Financial theory and corporate policy**. 3 ed. Massachusetts: Addison-Wesley, 1988.

DATTA, Deepak; PINCHES, George; NARAYANAN, V.K. Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: a meta analysis. **Strategic Management Journal**, v. 13, p. 67-84, 1992

DENNIS, Debra; McCONNELL, John J. Corporate mergers and security returns. **Journal of Financial Economics**, v.16, n.2, p.143- 187, 1986.

DODD, Peter. Merger proposal, management discretion and stockholder wealth. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 2, p. 105- 137, 1980.

EGER, Carol Ellen. An empirical test of the redistribution effect in pure exchange mergers. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 18, p. 547- 572, 1983.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, USA, v.25, n.2, p.383-417, 1970.

FIRTH, Michael. Takeovers, shareholder returns and the theory of the firm. **Quarterly Journal of Economics**, v. 94 p. 235-360, 1980.

FRANKS, J. R; HARRIS, Robert. Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955- 1985. **Journal of Financial Economics**, v. 23, n.2, p.225- 249, 1989.

HABIBE, Marcelo Campos. **Aquisição de Empresas na Bolsa de Valores: Uma Análise das Empresas Brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Escola de Pós-Graduação em Economia, FGV, 2006.

JARRELL, Gregg; BRADLEY, Michael. The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers. **Journal of Law and Economics**, v. 23, p. 371- 407, 1980.

JARRELL, Gregg; POULSEN, Annette. The returns to acquiring firms in tender offers: evidence from three decades. **Financial Management**, p. 12-19, 1989.

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

KOLE, Stacey; LEHN, Kenneth, **Workforce Integration and the Dissipation of Value in Mergers, The Case of USAir's Acquisition of Piedmont Aviation** In: National Bureau of Economic Research Conference, 2000.

KPMG Corporate Finance. **Relatório de fusões e aquisições**. São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.kpmg.br>>. Acesso em: 23 jun. 2013.

LAN. Disponível em:< <http://www.lan.com>>. Acesso em: 25 de jun. 2013

LOVADINE, Debora; OLIVEIRA, Alessandro . **Estimação da Conduta Competitiva das Companhias Aéreas Brasileiras**. In: ENCITA, 2006, São José dos Campos. ENCITA, 2006.

LIMMACK, Richard. Coporate mergers and shareholder wealth effects: 1997- 1986. In: NINTH INTERNATIONAL FINANCE CONFERENCE, Paris, 1990.

LOVE, Paula e GIBSON, Steve. Hidden Sore Points That Can Thwart a Culture Match, **Mergers & Acquisitions** v. 33, n 6, 1999.

MACKINLAY, A. Craig. Event studies in economics and finance. **Journal of Economics Literature**, v. 35, p. 13-39, 1997.

MANDELKER, Gershon. Risk and return: the case of merging firms. **Journal of Financial Economics**, v. 1, p. 303-335, 1974.

MANNE, Henry G. Mergers and the Market for Corporate Control. **The Journal of Political Economy**, v. 73, p. 110-120, 1965.

MARCONI; M. A; LAKATOS, E. M. **Metodologia Científica: Ciência e conhecimento científico. Métodos científicos. Teoria, hipóteses e variáveis.** Metodologia jurídica. 5ed. São Paulo: Atlas, 2007

MOELLER, Sara; SCHLINGEMANN, Frederik; STULZ, René. Firm size and the gains from acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 73, p. 201-228, 2004.

OLIVEIRA, Alessandro Vinícius. **“Grandfathering” versus Regulação Realocativa de Infraestrutura Escassa – Efeitos concorrenciais da redistribuição de recursos aeroportuários em situação de congestionamento.** Brasília, 2012. Disponível em: <<http://www.esaf.fazenda.gov.br/premios>>. Acesso em: 02 jul. 2013.

PINHEIRO, Amanda Freire Maia. **Retornos anormais em fusões e aquisições: novas evidências do mercado brasileiro.** Tese (Mestrado em Economia)- Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós-Graduação em Economia, Rio de Janeiro, 2010.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Relatório Fusões e Aquisições no Brasil.** São Paulo, 2012. Disponível em <<http://www.pwc.com>>. Acesso em 23 jun 2013.

Ragazzo, Carlos.Emmanuel. **O Processo de Flexibilização e as Fusões e os Acordos de Cooperação no Mercado de Transporte Aéreo de Passageiros.** Documento de Trabalho nº 32. Disponível em: <[www.seae.fazenda.gov.br](http://www.seae.fazenda.gov.br)>. Acesso em: 02 jul 2013

ROSSINI, Agnaldo de Jesus; CRUBELLATE, João Marcelo; MENDES, Ariston Azevedo. Reação cultural à aquisição: estudo do caso Santander/Noroeste. **Revista Contemporânea de Administração**, v. 5, n.1, p. 145-164, 2001.

ROSS, S Stephen; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey. **Administração financeira: corporate finance.** 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SANTACRUZ, Ruy. **Acordos Internacionais na Indústria de Transporte Aéreo de Passageiros e o Impacto no Bem- Estar Econômico.** Disponível em: <[http://www2.anac.gov.br/biblioteca/pdf/ER\\_03\\_VersaoFinal.PDF](http://www2.anac.gov.br/biblioteca/pdf/ER_03_VersaoFinal.PDF)>. Acesso em: 01 jul 2013

SCHIPPER, Katharine; THOMPSON, Rex. Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms. **Journal of Financial Economics**, USA, v.11, n.1, p.85-119, 1983.

SINGAL, Vijay. Airline Mergers and Competition: An Integration of Stock and Product Price Effects, **The Journal of Business**, v. 69, n.2, p 233-268, 1996.

STULZ, René; WALKLING, Ralp; SONG, Moon. The distribution of target ownership and division of gains in successful takeovers. **Journal of Finance**, v. 45, p. 817-833. 1990.

TAM. Disponível em: <<http://www.tam.com.br>>. Acesso em: 27 jun. 2013.

UEDA, Thiago Vinicius. Fusões no transporte aéreo: estudos e tendências. **Journal of Tansport Literature**, v. 6, n. 4, pp. 215-227, 2012.

WONG, Anson; CHEUNG, Kui Yin. The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia. **Journal of Economics and Finance**, v. 1, n. 2, p. 274- 283, 2009.