



Revista Eletrônica Gestão e Sociedade Edição 2 de 2007-01-12



AQUISIÇÕES NA AVIAÇÃO CIVIL BRASILEIRA: UMA ANÁLISE DA TRAJETÓRIA DA GOL E DA VARIG ATÉ A SUA AQUISIÇÃO

Marcos Antônio de Camargos

DOUTORANDO EM ADMINISTRAÇÃO PELO CEPEAD-UFMG

Roberto Minadeo

Doutor em Engenharia de Produção pela COPE-UFRJ

RESUMO:

A aquisição da Varig pela Gol enseja uma análise da importância das operações de aquisições na estratégia empresarial do setor da aviação civil brasileiro. Neste artigo foi contextualizada, descrita e analisada a trajetória de duas empresas brasileiras e uma aquisição que reconfigurou o mercado de aviação civil nacional, visando entender melhor os seus possíveis desdobramentos para os seus diversos stakeholders e para a economia brasileira. A leitura que pode ser feita da aquisição é a de que, por um lado, mitiga um problema político, econômico e social, que seria a falência total da Varig, e por outro, para a Gol, possibilitará um crescimento rápido no mercado internacional, além de permitir crescimento no mercado interno pelo uso de espaços em aeroportos e da marca Varig. Além disso, foi uma aquisição defensiva, que impediu o ingresso de novos concorrentes estrangeiros, que aumentou o poder de mercado e de competição de uma empresa

brasileira no mercado internacional. Enfim, a aquisição proporcionar um maior desenvolvimento econômico e tecnológico para o país no segmento – além de fortalecer o setor turístico, cuja importância na geração de empregos e na atração de divisas é cada vez mais reconhecida.

Palavras-Chave: Estratégia Empresarial, Fusões e Aquisições, Aviação Civil, Governança Corporativa.

Abstract:

The acquisition of Varig by Gol shows the importance of this kind of operations in Brazil's civil aviation sector. This article analyzes this acquisition from strategical, financial, political and market's points of view, as well as its impacts for stakeholders of the two companies. It's possible that the acquisition solves a social problem since the total bankruptcy of the Varig group was about to happen. Furthermore, Gol can grow faster in both international and domestic market using spaces in airports and Varig's brand. Moreover, it was a defensive acquisition, avoiding new foreign competitors besides making possible a bigger economic and technological development for the country. Finally, the operation strengthens the tourism, whose importance for country's economy is crucial.

Key-Words: Enterprise strategy, Merger and acquisitions, Civil Aviation, Corporate Governance.

1. INTRODUÇÃO

Segundo Singh e Montgomery (1987), para uma empresa promover o seu crescimento, pode utilizar-se de duas estratégias: i) *crescimento interno*: ou expansão por meio da construção de novas plantas e desenvolvendo novos mercados (*greenfield investment*), que, por um lado, pode ser mais demorado do que a aquisição de outra empresa, mas por outro, é mais controlável, preserva a cultura organizacional e evita várias outras dificuldades inerentes a processos de fusões e aquisições

(F&As); ii) *crescimento externo*: por meio da fusão ou aquisição de outras empresas, o que proporciona por um lado, crescimento rápido, entrada em novos mercados, minimização de barreiras de entrada, defesa ao ingresso de novos entrantes, internacionalização, entre muitos outros, mas que por outro lado, pode resultar na destruição da riqueza dos acionistas devido a erros de avaliação provocados pelo excesso de confiança, prêmios pelo controle e custos de transação elevados, além de motivos fundamentados na teoria da agência, entre outros.

Poucos assuntos ligados ao mundo dos negócios têm recebido tanta atenção tanto do mundo acadêmico, quanto da mídia, como as fusões e aquisições, talvez devido ao grande volume operações realizadas: o valor da atividade nos EUA se aproximou dos 16% do PIB daquele país em 1999 (HOLMSTRON e KAPLAN, 2001) e o valor das F&As alcançou um pico de US\$ 3,5 trilhões em 2000 (BOUWMAN, FULLER e NAIN, 2003).

Os processos de fusões e aquisições constituem uma das atividades de destaque que têm reconfigurado e transformado a dinâmica das relações empresariais nas últimas duas décadas, quando então as denominadas quarta (anos 80) e quinta (anos 90) ondas de F&As resultaram na intensificação da união ou combinação entre empresas – que ganharam dimensões verdadeiramente globais. As F&As são vistas pela teoria neoclássica como uma resposta na melhora da eficiência a alterações no ambiente econômico (choques), como políticas antitruste e desregulamentação ou abertura de mercado (JOVANOVIC e ROUSSEAU, 2002), internacionalização, aumento da competição e maior integração dos mercados de capitais em nível mundial.

A onda dos anos 80 teve um importante resultado: obrigou as empresas a aumentarem a sua lucratividade – de modo a se tornarem mais fortes, e, portanto, deixarem de ser alvos de *takeovers* (tomadas de controle) hostis. Nesse processo, pode-se vislumbrar o fortalecimento do conceito de *core business*, ou a concentração das empresas nas áreas em que possuem *expertise*.

Pode-se dizer que os processos de F&As da onda dos anos 90 visam basicamente o acesso a novos mercados, tecnologias e competências, maior poder econômico e de competição, sinergias e

melhoria de eficiências administrativas e operacionais, diminuição do risco operacional e financeiro, além da proteção de mercado contra a entrada de concorrentes estrangeiros ou de aquisições indesejadas, ou em muitos casos a sobrevivência.

O cenário atual de negócios internacional é, dessa forma, caracterizado por uma dinâmica crescente de adaptação a novas tecnologias e mercados, desencadeada pelo acirramento da concorrência, crescente integração econômica e financeira, e principalmente uma necessidade de obtenção de diferenciais e recursos que garantam a competitividade e a sustentabilidade empresarial. Essa dinâmica tem levado a uma reestruturação societária, patrimonial, produtiva e concorrencial de vários segmentos econômicos, por meio de associações e processos de F&As.

Segundo dados do DAC – Departamento de Aviação Civil (2004), o Brasil é o quinto maior mercado mundial nesse segmento, o que lhe garante uma destacada posição quando se trata de transporte aéreo.

O setor de aviação civil é caracterizado por ser uma atividade arriscada, com custos de manutenção elevados. As empresas de aviação civil brasileiras enfrentam, além dessas adversidades, o fato de terem receitas em Reais, mas grande parte dos seus custos e despesas operacionais em Dólares – o que reduz a lucratividade. Além disso, a economia brasileira ainda é caracterizada por fatores sócio-econômicos desfavoráveis como: concentração de renda, baixo poder aquisitivo e os altos custos dos serviços prestados pelo setor, que restringem o uso desse tipo de serviço a uma pequena parcela da população, reduzindo, conseqüentemente, a demanda potencial e a taxa de ocupação das aeronaves (CAMARGOS e BARBOSA, 2004), apesar de se ressaltar o crescente número de usuários observado em anos recentes.

Não obstante esses fatores, recentemente o setor tem vivido uma crise sem precedentes, deflagrada com a trágica queda de um avião da Gol em setembro de 2006, que trouxe à tona uma série de problemas enfrentados pelo setor, tais como: i) eventual despreparo, número reduzido e a ingerência sobre os controladores de vôo, que almejam a desmilitarização da categoria; ii) o jogo

em torno da responsabilidade sobre o acidente e a crise no setor; iii) falhas de cobertura eletrônica por parte dos radares; iv) baixos investimentos na infra-estrutura aeroportuária, face ao acelerado crescimento do tráfego aéreo; v) informações desconstruídas por parte das autoridades sobre os problemas enfrentados pelos usuários (vôos cancelados, atrasos, etc.).

Inserida no cenário acima e na onda de F&As dos anos 90, no dia 28 de março de 2007, foi anunciada uma das maiores aquisições da aviação comercial brasileira, na qual a Gol Transportes Aéreos firmou um acordo de compra da Varig, por cerca de US\$ 320 milhões. Foi de uma negociação que por um lado, trouxe um impacto relevante nas rotas internacionais – que estavam sendo aos poucos abandonadas pela Varig. E por outro, significou um marco na continuidade da marca Varig após ter visto suas operações nacionais serem praticamente eliminadas em função da acirrada concorrência do setor – em parte catalisada pela agressiva inserção da própria Gol no mercado.

Neste artigo são descritas as trajetórias das duas empresas brasileiras, com destaque para as aquisições realizadas. Além, disso, faz-se uma análise da aquisição acima, no que se refere aos seus aspectos subjacentes relevantes como: estratégicos, mercadológicos, financeiros e legais, bem como seus possíveis impactos para os *stakeholders* das duas empresas. O artigo tem a seguinte estrutura, após essa introdução, a seção 2 apresenta os conceitos e teorias para o entendimento e análise da aquisição. A seção 3 trata dos aspectos metodológicos. A seção 4 descreve e analisa a aquisição. Encerra-se com as considerações finais na seção 5, seguida das referências na seção 6.

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

2.1 Conceitos e Diferenciação de Fusão, Consolidação e Aquisição

Uma fusão é um dos métodos pelo qual uma firma pode adquirir outra. Além da fusão, a aquisição pode ser feita por meio da compra de ações ou ativos. O pagamento pode ser em dinheiro,

ações ou outros títulos, com o processo sendo realizado via bolsa de valores, por meio de uma oferta privada de aquisição da administração da empresa adquirente à administração da empresa alvo; ou mediante uma oferta pública de aquisição (*tender offer*), feita pela firma adquirente diretamente aos acionistas da empresa alvo.

Uma aquisição é a compra de uma firma por outra, na qual somente uma delas mantém a identidade. Essa compra pode ser de ações com direito a voto no mercado de capitais (aquisição do controle) ou dos ativos da empresa. O pagamento pode ocorrer em dinheiro, ações ou outros títulos. As aquisições de ações geralmente se iniciam com oferta privada de aquisição (*tender offer*), feita amigavelmente pelos gestores da empresa adquirente aos gestores da empresa alvo, que mais tarde pode se tornar em uma oferta pública de aquisição, geralmente hostil, na qual os gestores da empresa adquirente fazem um anúncio público, em um veículo de comunicação de grande circulação, com uma proposta de aquisição das ações dos acionistas da empresa alvo.

O reverso de uma F&A seria um *spin-off* (cisão), no qual ao invés de aumentar o seu tamanho, uma empresa o reduz, pela alienação de alguma unidade de negócio ou empresa que pertencia ao grupo. Um *spin-off* é uma nova organização formada a partir da divisão de uma organização maior. Trata-se de uma estratégia utilizada por empresas que estão passando por dificuldades financeiras e precisam obter recursos para honrar compromissos ou deixando de atuar em determinado setor, visando melhorar sua eficiência pela concentração no seu *core business*.

2.2 Classificação das Fusões e Aquisições

A Fig. 1 apresenta a classificação das F&As:

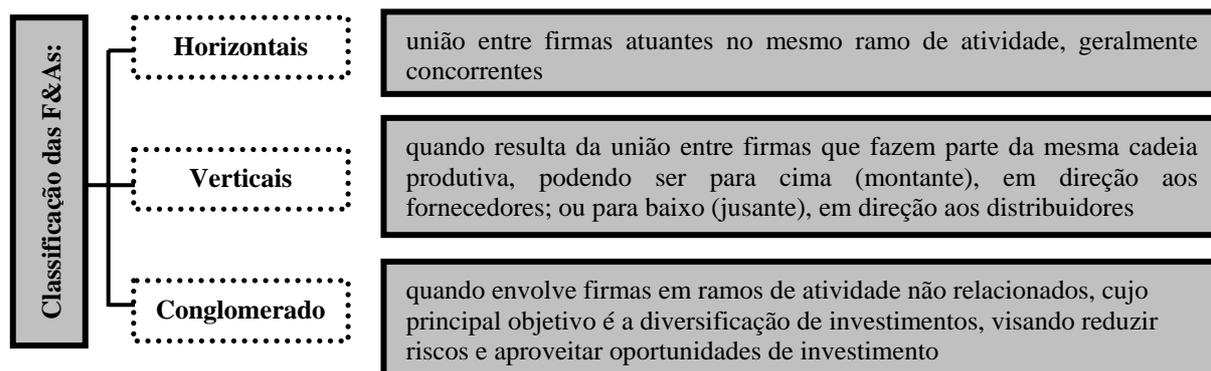


FIGURA 1: Classificação dos Processos de Fusões e Aquisições
 FONTE: Compilado de Ross, Westerfield e Jaffe (2002); Weston e Brigham (2000).

Dependendo da abordagem e da forma de negociação, um processo de F&A pode ser amigável / consensual (*friendly takeover*) ou hostil (*hostile takeover*). As amigáveis podem ser definidas como uma mudança na propriedade corporativa, sem uma mudança acompanhante no controle administrativo. Já as hostis podem ser definidas como um lance de tomada de controle não solicitado, que resulta na substituição da administração da firma adquirida (HIRSCHEY, 1986).

Dependendo da nacionalidade das empresas envolvidas são classificadas em: i) *domésticas*, quando envolve empresas originárias do país na qual ocorreram; e ii) *cross-border*, quando pelo menos uma das empresas tem sede outro país.

E por fim, dependendo da motivação e do destino das empresas pós F&A, podem ser classificadas em: i) *operacional ou estratégica*, quando as operações de duas ou mais empresas são integradas com a expectativa de se obter sinergias, melhorias operacionais e gerenciais e acesso a novos mercados; e ii) *financeira*, quando as empresas combinadas não serão operadas como uma unidade única e a partir da qual nenhuma economia operacional significativa seja esperada.

2.3 Sinergias Esperadas Fusões e Aquisições

Decorrentes diretas dos motivos por trás de uma união empresarial, as sinergias são comumente esperadas nas transações de F&A. Elas representam os ganhos e benefícios decorrentes da união empresarial. Para Lemes Jr., Rigo e Cherobim (2002) e Ross, Westerfield e Jaffe (2002), suas principais fontes de sinergias são:

 *economias de escalas operacionais*: advindas da redução ou eliminação de custos de produção e de despesas com atividades corporativas (marketing, finanças, etc), maior racionalização

do esforço de pesquisa e desenvolvimento. Este tipo de sinergia é mais provável de ocorrer em F&As do tipo horizontal;

✚ *economias financeiras*: advindas de uma melhor estrutura de capital, maior capacidade de alavancagem com menores custos de endividamento;

✚ *melhorias na eficiência gerencial*: advinda da substituição de administração ineficiente, geralmente da empresa adquirida, melhorando assim o seu desempenho econômico e financeiro;

✚ *maior poder de mercado*: o maior porte da empresa resulta em um maior poder de mercado, de negociação junto a fornecedores, concorrentes e governo, além do maior poder de competição;

✚ *avanço tecnológico*: advindas do uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e de recursos complementares, transferência de tecnologia e conhecimento (*know-how*), bem como economias de integração vertical. Esse tipo de sinergia é mais provável de ser observado em F&As do tipo vertical;

✚ *economias fiscais*: advindas da utilização de isenções e compensações autorizadas pela lei, como é o caso do uso de prejuízos fiscais decorrentes de prejuízos operacionais e de um planejamento tributário.

2.4 Aspectos Legais, Contábeis e Fiscais de uma Fusão ou Aquisição

Em termos legais, um processo de F&A deve estar de acordo com a legislação antitruste que proíbe a união de duas empresas, cujo resultado seja uma drástica redução da concorrência ou a criação de um monopólio. No Brasil, o órgão responsável por essa análise e controle é o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), assessorado por duas secretarias: Secretaria de Direito Econômico (SDE) e Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), vinculadas aos Ministérios da Justiça e da Fazenda respectivamente, que juntos formam o Sistema Brasileiro de

Defesa da Concorrência (SBDC). A principal lei antitruste é a Lei de Defesa da Concorrência ou Lei nº 8.884/94, que em seu artigo 54 especifica as condições que devem ser observadas nos atos de concentração empresarial.

Em termos contábeis uma aquisição pode ser estrutura de duas maneiras: (1) uma simples troca de ações; ou (2) como uma aquisição de ativos. No primeiro caso tem-se o *método da comunhão de interesses*, característico das fusões, no qual os ativos da nova empresa são avaliados pelo valor contábil das empresas adquirente e adquirida. A nova empresa pertence conjuntamente a todos os acionistas das duas empresas, que antes eram independentes. Os ativos totais e o patrimônio total não são afetados pela aquisição e não há a criação de *goodwill*. No segundo caso, tem-se o *método da compra*, característico das aquisições, no qual os ativos da empresa adquirida serão contabilizados pelo seu valor de mercado na empresa adquirente, que estabelece uma nova base de custo para os ativos adquiridos. Nesse caso será criado o *goodwill* – diferença entre o preço de compra e a soma dos valores de mercado dos diversos ativos adquiridos.

Em termos fiscais, uma F&A pode ser tratada como uma compra (aquisição) ou uma simples permuta de ações (fusão). No primeiro caso ela será tributada se os acionistas da empresa adquirida tiverem auferido algum ganho de capital com a venda das suas ações, caso tenham tido prejuízo não serão tributados. No segundo caso, se considera que os acionistas da empresa adquirida trocaram suas ações antigas por ações da nova empresa criada e não houve ganho ou perda de capital, não sendo, portanto, tributados.

2.5 Fusões ou Aquisições e Governança Corporativa

O crescimento das empresas, seja interno ou externo, foi catalisado pelas ondas de F&As, por meio das quais foram criados grandes grupos econômicos, integrados verticalmente e horizontalmente, muitos dos quais atuantes em vários setores distintos (onda dos anos 60,

principalmente). Por um lado, esses conglomerados ganharam força para competir em nível mundial, mas por outro perderam em agilidade na atuação e na tomada de decisão que o cenário de crise em nível mundial dos anos 80 exigia. Assim, vários desses grupos foram desfeitos, na busca pela eficiência e *expertise* em determinada atividade ou setor, ocasionando a onda de F&As dos anos 80.

Chandler (1990) destaca que esse período foi caracterizado por mudanças no crescimento, na gerência e na forma de financiamento das empresas (década de 80). Já a década de 90 foi caracterizada pela forte expansão do uso da informática e dos meios de comunicação no meio empresarial, permitindo ampliação do grau de controle dos gestores, redução do número de níveis hierárquicos e maior agilidade nos fluxos de processos de tomada de decisão.

Esse crescimento das empresas trouxe consigo problemas relacionados às divergências de interesse dos seus diversos *stakeholders*, amplamente discutidos desde a clássica obra de Berle Jr. e Means (1932), *The Modern Corporation*, na qual descreveram os impactos da separação entre propriedade e o controle gerencial, afirmando que os gerentes tentam proteger o trabalho deles evitando ações que possam ameaçá-los.

Inserido na discussão acima, pode-se afirmar que praticamente todo processo de F&A pode ser analisado à luz da governança corporativa, por ter implícita a questão do controle corporativo, o qual segundo Fligstein e Brantley (1992), pode ser definido como o poder para determinar as amplas políticas que guiam a corporação, incluindo decisões sobre a estrutura de capital, expansão geográfica, diversificação de produtos, estrutura corporativa e fusões e aquisições.

Enfim, a GC é um tema de crescente interesse acadêmico e empresarial, que em termos práticos centra-se no desenvolvimento de mecanismos de preservação dos direitos, de observância dos deveres e da redução de riscos e conflitos, do policiamento do poder dos diversos atores organizacionais, visando assegurar um desempenho compatível com as exigências do retorno e de benefícios num horizonte de longo prazo e a continuidade do negócio.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa pode ser classificada como descritiva, conduzida por um enfoque qualitativo, visto que contextualizou, descreveu e analisou a trajetória de duas empresas brasileiras e uma aquisição que reconfigurou o mercado de aviação civil nacional, visando entender melhor os seus possíveis desdobramentos para os seus diversos *stakeholders* e para a economia brasileira.

No seu desenvolvimento foi feito um estudo longitudinal de caráter histórico, no qual foram identificadas as F&As realizadas pelas duas empresas, em notícias de jornal, relatórios e estatísticas anuais, reportagens de revistas e publicações sobre as empresas na imprensa especializada em negócios. Segundo Lakatos e Marconi (1991), o método histórico pressupõe que as instituições se originam no passado, sendo importante pesquisar suas raízes, visando compreender sua natureza e função. Esse método consiste em investigar acontecimentos, processos e instituições do passado para verificar a sua influência no presente.

Quanto ao método, trata-se de um estudo de caso, por se tratar de um estudo aprofundado da trajetória e da realidade das empresas pesquisadas. Martins (2006: 1-5) aponta que um estudo de caso deve ser: i) importante, por apresentar um engenhoso recorte de uma situação complexa da vida real; ii) eficaz, por enunciar com detalhes o protocolo que orientou o estudo; e iii) suficiente, pelo fato de que as fronteiras entre o fenômeno em estudo e o seu contexto estão claramente delimitadas, evitando-se interpretações e descrições indevidas ou não contempladas pelo estudo.

A pesquisa documental / empírica teve como principais fontes de informação:

- *Legislação brasileira* (SBDC, *Leis 8.884/94 e 10.303/01*): informações sobre os aspectos antitrustes, legais e societários e que vigoram na economia brasileira.
- *Economática e site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)*: informações financeiras das empresas envolvidas.

- *Imprensa especializada* (Gazeta Mercantil, Valor Econômico e Folha de São Paulo), informações e dados sobre a aquisição.
- Banco de dados de fusões e aquisições nacionais de um dos autores.

4. A AQUISIÇÃO DA VARIG PELA GOL

4.1 Histórico e Situação Financeira e Mercadológica das Empresas

A Empresa de Viação Aérea Rio-Grandense, ou Varig, foi fundada por Otto E. Meyer em maio de 1927, operando a linha Porto Alegre-Pelotas-Rio Grande. Até sua venda para a Gol em 2007, mesclou uma estratégia de crescimento interno com algumas importantes aquisições seletivas que ampliaram sua área de atuação, chegando a ser a única empresa brasileira a voar para o exterior durante algumas décadas, e a deter aproximadamente 50% do mercado interno.

Macedo-Soares, Tauhata e Lima (2004) apontam que a aviação civil brasileira apresentou crescimento somente após a II Guerra Mundial, enfrentando momentos de expansão (1945-60), crises (1961-64), consolidação (1965-1979) e de recessão (década de 80). A Varig soube aproveitar esses momentos, chegando à liderança no mercado nacional, a partir de 1965, por meio de um tripé formado por: i) oferta de serviços de qualidade; ii) modernas práticas de gestão (até os anos 90); iii) poder de mercado (monopólio nos vôos internacionais) conquistado pela abertura de novas rotas e pela aquisição de outras empresas.

O Quadro 1 apresenta as principais aquisições realizadas pela Varig.

QUADRO 1: Aquisições Realizadas na Trajetória da Varig

Data	Aquisições
1932	O Condor Syndikat transferiu sua participação de 20% na Varig ao governo gaúcho. Pereira (1987: 65) afirma que a Varig quase foi à falência, sendo salva pelo Tesouro do Estado do Rio Grande do Sul.
1945	O controle da Varig passou a uma fundação dos funcionários.
1952	A Varig adquiriu a Aero Geral, que possuía linhas que iam do Rio de Janeiro até Natal.
1961	Adquiriu 50% da Aerovias Brasil – que englobava Real-Aerovias-Nacional – criada em 1945.
1965	A adquiriu as rotas europeias da Panair.
Anos	Adquiriu parte da Rio-Sul, criada em 1976, fruto da associação entre a Varig, o Bradesco, a Top Táxi Aéreo, e

70	a seguradora Atlântica Boavista. Anos depois, a Varig adquiriu a participação dos demais sócios.
1975	Adquiriu a Cruzeiro do Sul.
Anos 90	Adquiriu 49% da Pluna, estatal de aviação do Uruguai –passando a controlar a companhia. Porém, o Mercosul não apresenta ainda a maturidade política suficiente para que uma empresa aérea estatal viesse a ser operada por uma companhia privada de outro país. Assim, a Varig enfrentou inúmeros obstáculos para gerir a Pluna, fazendo um <i>spin-off</i> (desinvestimento) na década seguinte.
1995	Por meio da Rio-Sul, adquiriu a Nordeste, empresa de aviação regional, que atendia 29 cidades, com uma frota de 4 aviões do tipo Brasília e 9 Bandeirantes.
2001	A Varig Travel – criada em 1998 – adquiriu as operações turísticas da Panexpress Tour.
2005	Vendeu as subsidiárias Varig Engenharia e Manutenção e Variglog, a um grupo que inclui: TAP e Geo Capital, de Macau (com 20%), e Stratus Investimentos, grupo brasileiro (com 80%).
2006	As ex-subsidiárias Varig Engenharia e Manutenção (VEM) e Variglog foram vendidas para a TAP e o fundo norte-americano Mattin Patterson, respectivamente.
2006	A VarigLog adquiriu alguns ativos da Varig, que estava em situação de recuperação judicial
2007	A Gol adquiriu a Varig dos controladores da VarigLog.
Fonte: banco de dados próprio e Economática (2007).	

O Quadro 1 impressiona, ao apontar que a Varig realizou inúmeras aquisições ao longo de sua trajetória, significando, na prática, que veio a ser uma empresa de grande importância na aviação civil brasileira, incorporando inúmeras outras companhias, ao longo de várias décadas, sendo considerada por muitos governos como estratégica para o país. Em particular, destacam-se: a compra do consórcio Real, a aquisição da Panair e a compra da Cruzeiro do Sul.

A Varig foi controlada pela Fundação Ruben Berta (FRB) e pertenceu à *holding* FRB-Par Investimentos S.A. até 2006. Essa fundação controlava a Varig e outras três *holdings*, num total de 14 empresas, entre elas a Rio-Sul Linhas Aéreas e a Nordeste Linhas Aéreas. Nos últimos quinze anos, a empresa vinha apresentando resultados negativos – fato que aliado às sucessivas trocas de comando (cinco nos últimos seis anos), dívidas estimadas em mais de 7 bilhões de reais, e a uma administração ineficiente, explicam a conturbada trajetória a partir dos anos 90.

Um sinal dessa gestão deficiente foi que apenas em junho de 2007, os quadros e obras-de-arte da Varig foram leiloados, anos após uma grave crise financeira que significou inúmeros compromissos não honrados, inclusive com seus trabalhadores da ativa.

Sobre os problemas da Varig, Macedo-Soares, Tauhata e Lima (2004) afirmam que eventuais razões para o fraco desempenho da filiação da Varig à Star Alliance seriam: sua estrutura

fortemente hierarquizada e sua cultura centralizada. Além disso, apontam que esses fatores conflitavam não somente com sua estratégia de qualidade voltada ao cliente como também com a organização em rede que precisava de flexibilidade e descentralização, dificultando, portanto, a criação dos processos e competências necessárias a uma gestão eficaz de alianças globais.

A crise da Varig apresentou reflexos em toda a cadeia turística: o Brasil recebeu aproximadamente meio milhão de turistas estrangeiros a menos em 2006, enquanto em todo o mundo houve aumento do fluxo de viajantes nesse ano, assim, o país se ressentiu ao não dispor de oferta suficiente em vôos internacionais.

A própria Fundação Ruben Berta (1996) reconheceu a necessidade de modernização, diante da realidade de ter que concorrer com empresas de porte bem superior, dotadas de poder de barganha junto aos fabricantes de aeronaves, devido à nova realidade do setor, pois a Varig deixara de ser “empresa de bandeira”, no âmbito da política econômica protecionista em vigor desde a década de 30. O mesmo texto fala de uma alteração feita em 1995, que foi a criação do Conselho de Curadores, uma antiga idéia de Ruben Berta, para trazer maior participação na gestão da Varig. Porém, até três dos sete curadores poderiam acumular cargos no conselho de administração ou na administração direta da Varig ou de qualquer empresa do grupo. Desse modo, apesar dos esforços em modernizar a gestão, os princípios ainda não estiveram de acordo com o que se espera da moderna governança corporativa – conforme as sucessivas idas e vindas da gestão da empresa e da Fundação nos últimos anos vieram expor publicamente.

O que se observa na sua trajetória de crescimento é que a Varig a partir de 1994 passou a se desfazer de vários ativos. Segundo a própria Fundação Ruben Berta (1996), entre 1994 e 1995, outras medidas drásticas foram tomadas, como a supressão de algumas linhas e escalas, o fechamento de escritórios e lojas no país e no exterior, e uma redução do quadro de pessoal.

Tratava-se de um conglomerado com força para competir internacionalmente, mas que não apresentava agilidade de tomada de decisão e nem de processos gerenciais e muito menos eficiência

operacional e financeira, quando se analisam seus sucessivos prejuízos a partir de 1995, e seu crescente endividamento (CAMARGOS e BARBOSA, 2004).

A parte final dessa trajetória de declínio pode ser creditada à própria Gol, que a partir de 2001 influenciou fortemente o setor, ao ser uma empresa ágil que aliava uma política de qualidade com baixos custos e tarifas, por meio da qual conquistou rapidamente uma significativa parcela do mercado interno.

Camargos e Barbosa (2004) ainda apontam uma tentativa de solução aos problemas da Varig, por meio de um protocolo de intenções com a TAM, feito em 2003, prevendo um acordo operacional durante seis meses, com a possibilidade de uma fusão das empresas – que não veio a se concretizar.

Como pode ser observado acima, a trajetória da Varig representou uma etapa para o país no que se refere ao fato de uma empresa privada exercer o papel de companhia aérea de bandeira nacional, enquanto que as companhias aéreas européias de bandeira eram estatais. Ela competia com eficiência em cada rota internacional com as representantes estrangeiras. Enquanto durou esse modelo, a empresa prosperou. A desregulamentação do setor de aviação civil nos anos 90 resultou em um novo ambiente de negócios, com novos concorrentes e oferta de menores preços ao consumidor. Ao mesmo tempo, as técnicas de gestão evoluíram significativamente em função da revolução tecnológica, o que permitiu drástica do número de níveis hierárquicos, e, por conseguinte dos custos. Por ser uma empresa controlada pelos próprios funcionários, houve oposição a quaisquer mudanças na gestão que implicasse demissões, corte de benefícios e admissão de novos funcionários com menores salários, pois os representantes da FRB eram funcionários com pelos menos 10 anos na empresa. Por não se adaptar ao novo cenário, a empresa entrou em crise.

Um outro fator a ser considerado sobre a situação da Varig se refere ao quadro jurídico institucional do país, que dificultou a execução dos pedidos da falência efetuados pelos credores que não receberam os pagamentos devidos. Isso ocorreu por tratar-se de uma prestadora de serviços

de utilidade pública, alguns dos quais em caráter de monopólio. Esse marco perpetuou a atuação dos antigos gestores e dificultou a implantação de uma solução definitiva da crise, fazendo com que nos últimos dois anos a empresa perdesse parte do seu valor de mercado, chegando a uma situação quase falimentar quando da sua compra.

Para corroborar esse complexo quadro institucional, existe a situação pela qual a FRB manteve a marca Nordeste, prevista para voltar a operar na aviação. Isso curiosamente interessa à Gol, que dessa forma, evitar ser considerada herdeira dos passivos da Varig.

A Gol foi a primeira empresa brasileira regular a operar no conceito *low cost, low fare* (baixo custo, baixa tarifa). Iniciou suas atividades em janeiro de 2001, revolucionando o mercado de aviação civil comercial brasileiro, ao possibilitar o acesso a esse meio de transporte a uma parcela significativa da população. Avrichir e Emboaba (2004) afirmam que a Gol passou de uma frota de 6 aviões em janeiro de 2001, com 52 vôos diários, para 26 aviões em outubro de 2003, com 230 vôos diários. Além disso, apontam que o número de passageiros transportados subiu de 2,2 milhões em 2001 para 4,8 milhões em 2002 e 7,2 milhões em 2003.

Em 2006, a Gol atingiu 37,1% de *market share* no mercado doméstico e 13,3% de participação no mercado internacional, sendo a segunda maior companhia aérea do Brasil – empregando cerca de nove mil colaboradores. Seu lucro líquido nesse ano foi de R\$ 684,4 milhões, um aumento de 61,2% em relação a 2005 (ECONOMÁTICA, 2007).

Avrichir e Emboaba (2004) afirmam que a Southwest foi pioneira a usar o modelo *low cost low fare*, tendo apresentado lucro nos últimos 30 anos sem nenhuma exceção. Além disso, apontam que existem outras 12 empresas nos EUA que usam esse modelo. Citam ainda as européias Ryanair e EasyJet, afirmando que na Europa as empresas *low cost* apresentavam aumento de receitas de 30% ao ano, bastante superior ao índice das empresas convencionais – apesar de deterem apenas 4% do mercado.

Em termos financeiros, até sua venda em 2006, a Varig vinha apresentando uma trajetória de declínio. Entre 1998 e 2005 apurou sucessivos resultados negativos, reflexos das alterações do setor e de problemas gerenciais, com os acionistas perdendo neste período parte do seu patrimônio, com a empresa acumulando até este último ano, um patrimônio líquido negativo (a descoberto) de R\$ 861 milhões. Já a Gol, ao contrário, é uma empresa bem administrada e lucrativa, a qual com uma gestão eficiente, com uma frota moderna e uma política de baixos custos e baixos preços no mesmo período teve um crescimento significativo (orgânico), principalmente após a abertura do seu capital em 2004.

TABELA 1: Evolução do Lucro / Prejuízo Líquido (R\$ mil)

Empresa / Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Gol Linhas Aéreas	-----	-----	-----	187.543	424.501
Varig	(89.427)	(371.412)	(237.426)	(82.789)	(83.017)

Fonte: CVM: Comissão de Valores Mobiliários, 2007 (Valores nominais).

TABELA 2: Receita Líquida (R\$ mil)

Empresa / Ano	2001	2002	2003	2004	2005
Gol Linhas Aéreas	-----	-----	-----	1.654.355	2.539.016
Varig	1.026.911	1.102.778	366.576	191.956	66.370

Fonte: CVM: Comissão de Valores Mobiliários, 2007 (Valores nominais).

A compra da Varig foi a primeira aquisição de uma outra companhia aérea feita pela Gol. O Quadro 2 apresenta as operações relativas à empresa no mercado de capitais – ou seja, as ampliações de seu capital, mediante a emissão de ações, e a atração de novos sócios.

QUADRO 2: Trajetória da Gol no Mercado de Capitais

Data	Aquisição
2003	A AIG adquiriu 12,5% da Gol Transportes Aéreos por cerca de US\$ 26 milhões.
2004	A Gol faz abertura de capital nas Bovespa e na Bolsa de Nova York - <i>NYSE</i> , captando R\$ 880 milhões (US\$ 284 milhões), superando as melhores expectativas do mercado. As ações ofertadas correspondem a 17,6% de seu capital total. Os investidores nacionais ficaram com cerca 28% dos papéis vendidos e o restante foi colocado no exterior. A procura foi seis vezes maior do que a oferta.
2004	A AIG vendeu metade de sua participação, por cerca de US\$ 86 milhões.

Fonte: banco de dados próprio e Economática (2007).

Lethbridge e Costa (2007) salientam que a Gol teve o crescimento mais veloz já visto por empresas privadas que começaram do zero no Brasil nos últimos 40 anos. Em meados de 2007, o valor de mercado da Gol era de US\$ 6 bilhões; superior aos US\$ 4,3 bilhões da TAM e pouco abaixo dos US\$ 7 bilhões da quase centenária American Airlines.

O fato de a Varig ser a primeira empresa aérea a ser comprada pela Gol aponta que em seus primeiros seis anos cresceu de modo orgânico, pela criação de novas rotas, absorção de novos aviões, e pela atração de consumidores – oriundos em parte das companhias aéreas que estavam enfrentando dificuldades e que vieram a encerrar as atividades, e em parte do transporte rodoviário, em função dos preços e da relação custo/benefício que ela passou a ofertar.

O crescimento do mercado de aviação doméstico, que pode ser em parte creditado à Gol, trouxe novos *players*, apesar dos elevados riscos da aviação comercial e do fato de algumas empresas aéreas nacionais estarem encerrando as operações (Transbrasil e Vasp). Assim, surgiram outras: Ocean Air, BRA e WebJet, adquirida em meados de 2007 pela CVC, maior operadora turística do país.

4.2 Contextualização da Aquisição

O anúncio da aquisição da Varig pela Gol foi feito pela imprensa de negócios no dia 28 de março de 2007. Curiosamente, ocorreu cerca de dez dias depois do anúncio da venda de outra empresa gaúcha, a Ipiranga. Tanto a Varig quanto a Ipiranga detinham trajetórias de décadas de tradição em seus respectivos setores de atuação. Ademais, o que se pode dizer inicialmente sobre a aquisição é que uma empresa problemática na área da prestação de serviços públicos é sempre mais grave do que em uma indústria.

A Gol fora criada em 2001, e tivera um crescimento acelerado, porém, totalmente realizado por meio da criação de novas rotas e do crescimento da frota, ou seja, sem a aquisição de outras companhias (crescimento interno, do tipo *greenfield*). Assim, o fato de a Gol adquirir uma empresa tradicional, com décadas de tradição, e que estava enfrentando severas dificuldades pode ser considerado um importante divisor de águas em sua trajetória.

Na história da pioneira empresa tipo *low cost low fare*, a norte-americana Southwest, que entrou em uma fase de crescimento no início dos anos 70, podem ser encontradas apenas duas

modestas aquisições, a Muse Air em 1985, e a Morris Air em 1994. Porém, outra empresa *low fare*, a europeia EasyJet, apresenta algumas experiências com aquisições: em 1998 adquiriu a TEA Switzerland e em 2002, a Go! – empresa *low fare* criada pela British Airways, e que foi uma aquisição de maior porte, tendo significado para a EasyJet investimentos de cerca de US\$ 525 milhões – um volume de recursos, portanto, bastante superior aos US\$ 320 milhões anunciados como sendo o valor da compra da Varig pela Gol. Para a EasyJet a compra da Go! significou praticamente dobrar de porte, e com a vantagem adicional de poder manter a padronização da frota (somente aviões da Boeing) – algo crucial no conceito das empresas tipo *low-cost*.

A aquisição da Varig pela Gol apresenta um importante paralelismo com a compra da Go! pela EasyJet: tanto a Varig quanto a Go! haviam sido adquiridas por grupos de investidores, cerca de um ano antes, e foram revendidas com um considerável ágio às companhias aéreas nelas interessadas.

Finalmente, no tema das aquisições por parte das empresas tipo *low fare*, a irlandesa Ryanair tentou adquirir a Aer Lingus, empresa desse país atuante em linhas internacionais, porém, em junho de 2007, a Comissão Europeia vetou a operação. Desse modo, a compra da Varig pela Gol representa um pioneirismo: é a primeira empresa *low fare* a adquirir uma empresa de aviação completa, detentora de rotas internacionais e com décadas de tradição.

4.3 Descrição da Aquisição

Pela aquisição da Varig, a Gol pagou US\$ 98 milhões em dinheiro, e mais 3% das suas preferenciais, assumindo a dívida de R\$ 100 milhões em debêntures que haviam sido emitidas pela Varig.

Baseado na teoria das fusões e aquisições, o Quadro 3 apresenta uma classificação e análise da aquisição da Varig pela Gol:

QUADRO 3: Classificação e Análise da Aquisição

Tipo de União	Aquisição amigável	
Classificação:	Aquisição horizontal, do tipo doméstica e operacional / estratégica	
Principais sinergias	Transferência de competências; partilha de recursos e <i>know-how</i> ; sinergias de monopólio, advindas da racionalização de processos e rotinas na prestação dos serviços	
Principais problemas	lei antitruste, aprovação pelo SBDC	Em função da longa crise da Varig, dificilmente o SBDC se oporá à aquisição. Além disso, o fato de a quebra da Varig ter deixado imensos passivos a descoberto, significa que qualquer novo interessado em aportar novos recursos, e, assim, minorar os problemas, certamente terá apoio governamental
Dificuldades	Choque de estilos de gestão	A Gol possui uma cultura de empresa tipo <i>low fare low cost</i> , ágil e eficiente, enquanto a Varig possui uma gestão mais tradicional, pautada pelo corporativismo e falta de agilidade na solução de problemas, fato que possivelmente irá gerar alguns transtornos, apesar da sua situação debilitada frente à Gol
Objetivos	Aumento do poder de mercado	A Gol amplia consideravelmente sua atuação internacional, além de obter <i>slots</i> em aeroportos para ampliar sua atuação doméstica. Para esses objetivos, era mais fácil e rápido adquirir a Varig do que o crescimento orgânico
	Reduzir custos operacionais e financeiros, racionalizar gastos e esforços, busca de maior eficiência, produtividade e capacidade competitiva e crescimento internacional	
	Ingresso em novo mercado	A Gol ganha vôos internacionais a regiões em que não atuava
Realização de Lucros	Os controladores da Varig realizam elevados lucros de seu investimento de elevado risco – que foi assumir a empresa sem saber com clareza se haveria transmissão dos passivos	
Aspectos Contábil/Fiscal	Contabilmente a aquisição deverá ser concretizada pelo método da compra. No que se refere ao aspecto fiscal, os acionistas da Varig serão tributados por terem recebido US\$ 98 milhões em dinheiro, pela venda de uma empresa que havia sido adquirida a menos de um ano por US\$ 24 milhões	

Fonte: elaborado pelos autores.

4.4 Análise da Aquisição

4.4.1. Fatores Mercadológicos

A entrada da Gol no mercado de aviação civil brasileiro promoveu significativas alterações nos padrões de serviços e de concorrência do setor, contribuindo para o encerramento das atividades da Transbrasil e da Vasp. Em pouco mais de cinco anos a Gol já contava com oito destinos internacionais na América do Sul.

Com a acentuação da crise da Varig em 2006, a liderança dos vôos ao exterior por parte das empresas nacionais passou à TAM, que empreendia uma política relativamente conservadora de crescimento nos vôos internacionais, em função dos elevados investimentos e riscos. Minadeo, Raphael e Cunha (2003) apontam que os problemas do mercado mundial de aviação – acentuados pelos atentados ao World Trade Center em 2001 – levaram a TAM a suspender alguns vôos internacionais no início de 2002, além de diminuir as frequências a Miami e Buenos Aires, e cancelar os planos de voar para Madrid.

A TAB. 3 apresenta o mercado de aviação civil à época da aquisição.

TABELA 3: Mercado de Aviação Civil Brasileiro Após a Aquisição* em %

Empresa / Ano	TAM	Gol+Varig	BRA	Ocean Air	Outros	Total
Doméstico	47,33	44,83	2,98	2,04	2,82	100
Internacional**	61,14	30,87	7,99	-----	-----	100

(*) baseado em dados de fevereiro de 2007.

(**) considerando apenas as empresas brasileiras.

Fonte: ANAC – Agência de Aviação Civil (2007).

A compra da Varig, portanto, ensejou à Gol uma possibilidade de se aproximar da TAM nos vôos ao exterior. Dado que no mercado interno eram poucos pontos percentuais que separavam as duas empresas, pode-se, portanto, concluir, que com a compra da Varig a Gol vislumbrou a possibilidade de atingir rapidamente a liderança dentre as companhias aéreas nacionais.

O crescimento orgânico nos vôos ao exterior é um processo lento, pois existem diversas concessões em jogo, que demandam complexas negociações – algumas delas envolvendo as autoridades da aviação civil de um outro país. Assim, a crise da Varig significava uma oportunidade: ou seja, caso a Gol não se interessasse, alguma outra empresa poderia vir a fazê-lo. Desse modo, a compra da Varig também pode ser encarada como defensiva, pois caso ela viesse a ser adquirida por uma alguma outra empresa, haveria a entrada de um novo *player* no segmento, o que alteraria as condições e a concorrência do setor. Por outro lado, para a Gol foi também uma aquisição estratégica, pois adquiriu novas rotas internacionais, incrementando sua atuação nesse segmento – que apresenta receitas mais elevadas e em Dólar.

Por fim, outro fator motivador da aquisição é a marca Varig, que comercial e mercadologicamente ainda tem um valor nas rotas internacionais, à qual se somam as rotas e *slots*, e o fato de a empresa estar em situação crítica, apresentando no momento da negociação, uma relação custo/benefício vantajosa para a Gol.

4.4.2. Fatores Estratégicos

A Gol ganhou um importante fortalecimento no campo das viagens internacionais, a partir do Brasil. As viagens internacionais apresentam um maior risco, pois, dado que seus custos são mais elevados, em situações de depressão econômica, constituem um dos primeiros itens a serem

cortados pelos orçamentos das empresas e das famílias. Em função disso, as companhias aéreas enfrentam prejuízos nessas ocasiões, visto que possuem a obrigação de manter as rotas em operação. Porém, essas viagens apresentam preços mais elevados e receita em Dólar, o que significa maior possibilidade de geração de receitas e de lucros, fato que certamente consistiu em um atrativo para a Gol. No setor da aviação, muitos componentes do custo são dolarizados, daí a importância de possuir uma parte das receitas atreladas ao dólar, de modo a diluir riscos cambiais.

Além disso, a aquisição põe fim à crise de uma empresa tradicional, ao ser uma solução “doméstica” para um problema econômico-social acompanhado de perto pelas autoridades governamentais, além de impedir o ingresso de uma empresa estrangeira num segmento considerado estratégico para o país, visto que a Lan Chile tentou fazer essa aquisição, chegando até a emprestar dinheiro à Varig e a enviar uma equipe de técnicos para avaliar a situação financeira da empresa. Essa tentativa foi a grande chave da negociação (LITHBRIDGE e COSTA, 2007).

O quadro 4 apresenta as principais sinergias esperadas da aquisição.

Quadro 4: Principais Sinergias da Aquisição

Sinergia	Origem
<i>Aumento das receitas e da participação de mercado</i>	permite à Gol ampliar sua participação no mercado formado pelos vôos internacionais – que trazem receitas em Dólares. Além disso, no caso dos vôos internacionais à Europa, EUA, África e Ásia, os serviços são mais caros do que a maior parte dos vôos nacionais A Gol passa a atuar em um mercado amplamente superior àquele formado apenas pelas receitas provenientes da aviação doméstica
<i>Economias de escala e de escopo</i>	A Varig havia sido dividida em duas: VarigLog (transporte doméstico de cargas) e Varig (com parte das rotas nacionais e internacionais que a Varig tivera no passado). Essa divisão se mostrou insustentável: ou seja, a VarigLog estava conseguindo sobreviver, porém, a “nova” Varig se mostrava vulnerável demais ao crescimento e à competitividade que as líderes Gol e TAM estavam mostrando no mercado interno. Por outro lado, as rotas internacionais estavam se mostrando deficitárias, drenando os limitados recursos dos novos investidores. Assim, a absorção da nova Varig pela Gol apresenta uma sinergia perfeita e veio em uma hora em que a TAM encontrava desgastada, após a tentativa frustrada de adquirir a Varig
<i>Melhoria de eficiência produtiva e da logística</i>	A “nova” Varig se encontrava com severas limitações orçamentárias, tendo deixado de operar diversas de suas rotas domésticas e internacionais, além de apresentar diversas ineficiências de gestão, derivadas dessas limitações. Desse modo, sua aquisição por uma empresa forte seria uma solução para possibilitar uma gestão eficiente das rotas internacionais, que constituíam seu mais valioso ativo. Some-se a isso o fato de manter apenas um fornecedor de aeronaves, fato crucial para empresas como a Gol;
<i>Melhoria da eficiência gerencial</i>	
<i>Redução de custos e de despesas operacionais</i>	
<i>Possibilidades de melhorias na qualidade</i>	A longa crise desgastara a Varig, com reflexos na qualidade dos serviços prestados e no moral de seus funcionários. A aquisição dessa empresa por uma companhia financeiramente forte enseja a oferta de serviços de melhor qualidade
<i>Sinergias de</i>	A aquisição da Varig pela Gol significou manter em mãos de uma empresa detentora de cerca

<i>monopólio</i>	de 40% do mercado de aviação doméstico um conjunto importante de rotas internacionais a partir do Brasil, evitando, dessa forma, o ingresso de outros <i>players</i> (estrangeiros) nessas rotas
<i>Economias financeiras</i>	A abertura de capital da Gol fora um grande sucesso, porém, manter a empresa apenas disputando o mercado interno – duramente concorrido com a TAM e as <i>start-ups</i> BRA, OcenAir e WebJet – ou crescendo no exterior de modo orgânico, seria um contra-senso, além de permitir a alguma outra empresa assumir as licenças da Varig. Desse modo, os recursos financeiros da Gol poderiam viabilizar a continuidade das rotas internacionais da Varig, possibilitando, novos mercados para o crescimento das receitas da empresa

Fonte: elaborado pelos autores

4.4.3. Fatores Políticos

Dado que a longa crise da Varig esteve em evidência na mídia, com o constante envolvimento de autoridades governamentais de várias instâncias, havia um natural interesse político no seu desenlace. Isso se destaca pelo fato de que o Governo é o órgão concedente, e pelo fato de que organismos controlados pelo Governo são o maior credor da Varig: INSS, Infraero, BR Distribuidora. Ou seja, uma falência de uma grande empresa é sempre um grave problema político, social e econômico – porém, a quebra de uma prestadora de serviços de transporte aéreo, pertencente a uma fundação dos próprios funcionários, e representante da bandeira brasileira em inúmeras ligações internacionais, estava se mostrando um problema de dimensões bastante maiores do que o administrável. Assim, a proposta da Gol oferece alguns elementos para minorar, por exemplo, o desequilíbrio do fundo Aerus, ou seja, minimizando as perdas de centenas de profissionais aposentados da Varig que viram ruir por terra os seus direitos a uma aposentadoria privada, à qual tinham um legítimo direito, na medida em que haviam contribuído com parte dos seus vencimentos durante anos de trabalho. Assim, a proposta da Gol naturalmente recebeu, por exemplo, uma rápida aprovação no âmbito da ANAC, órgão que regula a aviação civil no país.

4.4.4 Vantagens / Desvantagens para os Diversos *Stakeholders* das Empresas

O Quadro 5 descreve algumas das vantagens e desvantagens resultantes da aquisição das empresas para os *stakeholders* da Varig.

Quadro 5: Vantagens e Desvantagens para os Stakeholders da Varig

Stakeholder	Vantagens	Desvantagens
Funcionários	A aquisição representa uma sobrevivência à parte dos funcionários, e a possibilidade de contratações de ex-funcionários da Varig	Os salários da Gol são menores do que os da Varig. Além disso, as condições de trabalho das duas empresas são diferentes
Acionistas Majoritários	A compra da Varig em 2006 significou um alto risco: o de herdar os passivos da Varig. A venda à Gol significa um prêmio por esse risco assumido	A marca Varig passa à Gol, com a possibilidade de desgaste da marca VarigLog
Aerus – Fundo de Pensão dos Funcionários da Varig	A venda da Varig em 2006 trouxe uma obrigação aos compradores: realizar aportes ao Aerus. Na medida em que a Varig foi comprada pela Gol, o Aerus tem maior garantia do recebimento dessas parcelas	Como a obrigação de realizar aportes ao Aerus ocorreu pela venda da Varig em 2006, esse passivo é mais difícil de ser exigido, em caso de seu não cumprimento por parte da Gol
Fornecedores / Credores	As operações domésticas da Varig apresentavam dificuldades em concorrer com as da Gol e da TAM. Porém, as operações internacionais abrem a possibilidade de novos negócios. Concretamente, a Boeing – fornecedor da Gol – pode vender aviões para os vôos transoceânicos	A aquisição significa uma possível padronização da frota. A Airbus é uma possível perdedora – dado que a Gol apenas utiliza aviões da Boeing, e que um princípio das empresas <i>low cost</i> é usar apenas um fornecedor para sua frota
Consumidores	A saída do mercado da Varig de inúmeras rotas internacionais significou uma diminuição da oferta. A compra desses ativos pela Gol significa o retorno de algumas rotas – trazendo concorrência com as outras operadoras internacionais. Não perderão as milhas acumuladas.	A Gol anunciou a retirada da primeira classe nos vôos internacionais. Com isso, parte dos consumidores perde uma opção
Concorrentes	O padrão de excelência da Varig nos serviços internacionais provavelmente deixará de existir, abrindo possíveis nichos aos concorrentes	Os concorrentes da Varig avançaram sobre as rotas que esta abandonou. Esse quadro deverá ser revertido ao menos parcialmente
Governo e Legislação Antitruste	A Varig despertara o interesse da Lan Chile, porém, a legislação não permitiria sua compra por uma empresa estrangeira. Desse modo, a compra pela Gol se mostrou um caminho de menor resistência, do ponto de vista político	A compra da Varig pela Gol poderia ser utilizada como uma arma pela oposição, sob o argumento da concentração da aviação comercial brasileira nas mãos de “empresas paulistas”
Economia/ País	O número de passageiros em vôos internacionais em 2006 transportados pelas empresas brasileiras caiu mais de 30% pela crise da Varig – com reflexos no turismo nacional. A reativação de algumas dessas rotas pode reverter esse quadro; A Gol havia construído em poucos anos uma frota e uma rede de rotas de elevada eficiência. Ao passar a deter novas rotas internacionais, recebe maior campo de atuação para a aplicação de seus princípios <i>low fare low cost</i> – com possíveis benefícios ao turismo do país; A sobrevivência da marca Varig nos vôos internacionais é um ganho para o País	A Gol – uma empresa nova e de rápido sucesso – pode ser contaminada com os passivos da Varig, com perdas para o mercado de capitais e para a credibilidade do país

Fonte: elaborado pelos autores

O Quadro 6 descreve algumas das vantagens e desvantagens resultantes da aquisição das empresas para os *stakeholders* da Gol.

Quadro 6: Vantagens e Desvantagens para os Stakeholders da Gol

Stakeholder	Vantagens	Desvantagens
Funcionários	A compra da Varig traz possíveis ganhos de estabilidade na carreira, devido ao fato de a	Os vôos internacionais são operados por funcionários da Varig, sendo baixas as

	Gol apresentar maiores perspectivas de crescimento	possibilidades de aproveitar pessoal da Gol
Acionistas	Segundo a Exame (A mais veloz... 11/4/2007) as ações da Gol subiram 10% no dia do anúncio (US\$ 440 milhões), ou seja, mais do que o que se pagou pela Varig	Possibilidade de ter que assumir os passivos da Varig
Fornecedores / Credores	A Boeing pode fornecer aviões de longo curso para a Gol, que, agora, irá precisar deles. Os credores da Varig possuem maior chance de receberem o que foi acordado após a etapa de Recuperação Judicial	
Consumidores	Os consumidores da Gol passarão a dispor de viagens internacionais, no padrão <i>low cost</i>	
Concorrentes	A aquisição de uma empresa tradicional pela Gol abre possibilidades tanto às empresas que seguem o modelo da Gol, quanto às empresas tradicionais que enfrentam dificuldades	A possível repetição do modelo <i>low cost low fare</i> nos vãos internacionais da Gol poderá trazer perdas de receita às concorrentes

Fonte: elaborado pelos autores

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste artigo procedeu-se a uma análise da aquisição da Varig pela Gol. Foi feito um retrospecto histórico das diferentes formas de crescimento das duas empresas e da importância das aquisições de empresas na trajetória da Varig. Em seguida, foi feita uma análise das vantagens e desvantagens da aquisição, enfatizando seus aspectos financeiros, mercadológicos, estratégicos e políticos, bem como as vantagens e desvantagens para os seus diversos *stakeholders*.

As duas empresas apresentam trajetórias distintas. No caso da Varig trata-se de uma empresa septuagenária, que em seus tempos áureos por meio do crescimento interno e da aquisição de várias empresas vivenciou um rápido crescimento – tendo sido um vetor de consolidação da aviação civil no país, permanecendo durante décadas com a exclusividade das rotas internacionais representando a bandeira brasileira, além de cerca de metade do tráfego doméstico. Mas nos últimos quinze anos vinha enfrentando problemas operacionais e financeiros, oriundos de má gestão (pautada pelo tradicionalismo e pelo corporativismo) e da dificuldade de se adaptar às crises e às novas condições do setor. Já a Gol é uma empresa que têm pouco mais de sete anos de existência, pioneira no país ao adotar a estratégia *low cost law fare*, que com uma gestão eficiente e ágil, mostrou-se lucrativa e viável, apresentando um crescimento orgânico rápido, ao conquistar boa

parte do segmento nesse curto espaço de tempo. Trata-se de uma empresa pioneira, que em um curto espaço de tempo mostrou ser um caso de sucesso de empreendedorismo corporativo.

Constata-se que parte das dificuldades vivenciadas pela Varig está ligada a problemas de ingerência, e principalmente de governança corporativa, pois a empresa passou por cinco mudanças em seu controle nos últimos seis anos, sinalizando uma descontinuidade de estratégias e políticas. Além do mais, aparentemente, a FRB controlada pelos funcionários priorizou a manutenção dos empregos e dos níveis salariais, em detrimento dos interesses dos demais *stakeholders*. Como consequência disso, não profissionalizou seu quadro diretivo e nem modernizou suas técnicas de gestão – o que era imprescindível para se adaptar à nova realidade do mercado, e permanecer competitiva. Ressalta-se aqui o paralelismo existente com outra empresa tradicional que era controlada por uma fundação dos funcionários e que também foi adquirida: a Cervejaria Antarctica.

Segundo Guimarães (2007), a operação representa um resultado importante, pelo fato de a Varig ser a primeira empresa a se valer da Lei nº 11.101/2005, que cria a figura de empresas em Recuperação Judicial. Este autor afirma ainda que se não fosse essa lei, a Varig teria falido, e que a aquisição permitiu além do uso da marca Varig, a continuidade das suas operações.

O surgimento da Gol em 2001 representou uma nova era na prestação de serviços aéreos no mercado brasileiro, que por um lado exigiu uma adaptação das demais empresas, ao promover significativas alterações nos padrões de serviços e de concorrência do setor, e por outro, por ter sido um dos fatores determinantes da atual situação falimentar enfrentada pela Varig.

A aquisição de empresas que enfrentam dificuldades financeiras pode vir a se revelar uma forma de minorar os problemas que surgiram em decorrência de sua total falência. É o caso da compra da Varig. Embora inúmeros credores tenham apresentado elevados prejuízos, o valor dos mesmos viria a ser consideravelmente superior no caso de uma total quebra da empresa, como se havia observado com a cessação das atividades da Vasp e da Transbrasil.

Nessa direção, a leitura que pode ser feita da aquisição da Varig pela Gol, considerando fatores mercadológicos e estratégicos, é a de que além de possibilitar um crescimento rápido no mercado internacional, pode ser encarada como uma aquisição defensiva, pois caso a Varig viesse a ser adquirida por uma empresa estrangeira, isso representaria a transferência ou a entrada de um novo *player* no segmento, fato que alteraria as condições e a concorrência do setor. Além disso, a marca Varig ainda tem um valor junto à boa parcela da população brasileira, à qual se somam as rotas e *slots*. O fato de a Varig se encontrar em situação crítica, representou – no momento da negociação – uma oportunidade, e uma relação custo/benefício vantajosa para a Gol. Ou seja, a Gol teria tido que aguardar vários anos para ir construindo uma significativa malha de rotas internacionais, e a aquisição representou um atalho, a um preço razoável.

A aquisição amplia o poder de mercado de atuação da Gol, ou seja, de uma empresa brasileira, que apresenta melhores condições para competir no mercado internacional, podendo proporcionar um maior desenvolvimento econômico e tecnológico para o país no segmento. Além disso, pode minorar a queda do setor turístico interno, melhorar a concorrência das empresas brasileiras no exterior, angariando divisas em moeda estrangeira.

As autoridades governamentais (SBDC, ANAC) aparentemente não imporão restrições ou tentarão vetar a aquisição, visto que a falência total da Varig poderia trazer prejuízos para a economia, cofres públicos e para os seus credores e acionistas, além de não ter um impacto significativo nas condições concorrenciais do setor. Sem mencionar os potenciais ganhos para os acionistas, credores, fornecedores e consumidores, oriundos da aquisição.

As principais dificuldades a serem enfrentadas parecem ser: o choque de culturas corporativas, divergências e incompatibilidade dos estilos de gestão, típicos da disparidade de culturas de uma empresa *low cost low fare* para uma empresa de bandeira, tema este, que fica como sugestão para futuras pesquisas.

Enfim, ressalta-se que a aquisição aqui analisada é um reflexo por um lado, de um caso de empreendedorismo corporativo de sucesso de uma empresa brasileira, a Gol, e de outro, do fracasso de um modelo de gestão de governança corporativa, a Varig.

6. REFERÊNCIAS

AVRICHIR, I.; EMBOABA, M. O sistema de atividades da Gol transportes aéreos é semelhante ao das empresas *low cost low fares* do hemisfério norte? Um estudo de caso. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba (PR). *Anais Eletrônicos...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004 (CD-ROM).

BERLE Jr., A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private propriety**. New York: Macmillan, 1932.

BOUWMAN, C. H. S.; FULLER, K.; NAIN, A. S. Stock market valuation and mergers. **Sloan Management Review**, v. 45, n. 1, p. 9-11, Fall, 2003.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Acordo de fusão Tam-Varig: um estudo de caso dos fatores estratégicos, mercadológicos e financeiros e seus impactos para os stakeholders. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 11, n. 4, p. 75-91, out./dez. 2004.

CHANDLER, A. **Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism**. USA: Harvard University Press, 1990.

DAC. Anuário do Transporte Aéreo: volume II, Dados Econômicos. Brasília: Departamento de Aviação Civil, 2004. Disponível em <http://www.dac.gov.br/dados/dados.asp>. Acesso em 20 de março de 2007.

Easyjet Buys Go. 7/8/2002. Disponível em <http://www.natives.co.uk/news/2002/0802/07easy.htm>. Acesso em abril de 2007.

Easyjet Buys Go for Euro 500 Million. Maio/2002. Disponível em

ECONOMÁTICA, Consultoria, 2007 (Banco de Dados Econômico-Financeiro).

FLIGSTEIN, N.; BRANTLEY, P. Bank control, owner control, or organizational dynamics: who controls the large modern corporation? **American Journal of Sociology**, v. 98, n. 02, September, 1992.

FUNDAÇÃO RUBEN BERTA. **De homens e de ideais: os cinquenta anos da Fundação Ruben Berta**. São Paulo: Prêmio. 1996. 128 p.

GUIMARÃES, M. C. M. Resultados da nova lei de recuperação de empresas. *Jornal Estado de Minas*. 30/04/2007. *Caderno Direito & Justiça*. p. 1.

HIRSCHEY, M. Merger, buyouts and fakeouts. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 317-321, May 1986.

- HOLMSTRON, B.; KAPLAN, S. N. Corporate governance and merger activity in the United States: making sense of the 1980s e 1990s. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 121-144, Spring 2001.
- JOVANOVIC, B.; ROUSSEAU, P. The Q-theory of mergers. **American Economic Review**, v. 92, n. 3, p. 198-204, 2002.
- LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Metodologia Científica**. São Paulo: Atlas. 1991. 252 p.
- LEMES Jr., A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro, 2002. 698 p.
- LETHBRIDGE, T.; COSTA, M. A mais veloz da história. **Revista Exame**, São Paulo, v. 890, n. 6, ano 41, p. 22-30, 11/4/2007.
- MACEDO-SOARES, T.; TAUHATA, T.; LIMA, F. Redes estratégicas no setor de aviação: o caso Varig - Star Alliance. Rio de Janeiro, **Revista de Administração Pública**, Set. / Out. 2004.
- MARTINS, G. A. **Estudo de caso: uma estratégia de pesquisa**. São Paulo: Atlas. 2006. 102 p.
- MINADEO, R.; RAPHAEL, D. A.; CUNHA; J. L. T. **A trajetória da TAM**. In: XXII Encontro da Associação Portuguesa de História Econômica e Social. «Empresas e Instituições em Perspectiva Histórica». Universidade de Aveiro. 2003.
- PEREIRA, A. **Breve história da aviação comercial brasileira**. Rio de Janeiro: Europa Gráfica e Editora. 1987. 472 p.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.
- SINGH, H.; MONTGOMERY, C. A. Corporate acquisitions strategies and economic performance. **Strategic Management Journal**, v. 8, n. 4, p. 377-386, 1987.
- Valor Online. Disponível em <http://www.valoronline.com.br>. Acesso entre 19 de março e 2 de julho de 2007.
- WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000. 1.030 p.
- YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e método**. Bookman. Porto Alegre. 2001. 212 p.

Marcos Antônio de Camargos

Doutorando em Administração pelo CEPEAD-UFMG, professor e pesquisador do curso de Administração do Centro Universitário de Belo Horizonte - UNI-BH e da Faculdade Novos Horizontes.

E-mail: mcamargos@cepead.face.ufmg.br ou mcamargos@acad.unibh.br

Roberto Minadeo

Doutor em Engenharia de Produção pela COPE-UFRJ, Mestre em Administração pela COPPEAD-UFRJ e professor e pesquisador do curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes. Temas de interesse: fusões e aquisições, estratégia empresarial, história empresarial, varejo.

E-mail: rminadeo@yahoo.com