



**FUSÕES E AQUISIÇÕES NA AVIAÇÃO CIVIL: UMA ANÁLISE AQUISIÇÃO DA
VARIG PELA GOL**

**MARCOS ANTONIO DE CAMARGOS
ROBERTO MINADEO**

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 faz-se uma análise dessa aquisição, no que se refere aos seus aspectos estratégicos, mercadológicos, financeiros e políticos, bem como seus possíveis impactos para os stakeholders das duas empresas. 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, e que certamente aumentará o poder de mercado e de competição de uma empresa brasileira, no mercado internacional, podendo 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:

Varig's acquisition by Gol shows the importance of the operations of acquisitions in the Brazilian's civil aviation sector. This article analyzes this acquisition as for its strategically, marketing, financial and politicians aspects as well as its possible impacts for stakeholders of the two companies. One conclusion of the acquisition is that it mitigates a political problem – because the total bankruptcy of the Varig group could be another possible result. Furthermore, Gol can make possible a fast growth in the international market, besides allowing growth in the domestic market for the use of spaces in airports and by the use of Varig's brand. Moreover, it was a defensive acquisition, to hinder the entry of new foreign competitors, which certainly will increase the power of market and competition of a Brazilian company, in the international market, being able to provide a bigger economic and technological development for the country in the segment. Finally, the operation can fortify the tourism, whose importance for the country in generation of jobs is unquestioned.

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

FUSÕES E AQUISIÇÕES NA AVIAÇÃO CIVIL: UMA ANÁLISE AQUISIÇÃO DA VARIG PELA GOL

1. INTRODUÇÃO

Recentemente, poucos assuntos ligados ao mundo dos negócios têm recebido tanta atenção tanto do mundo acadêmico, quanto da mídia, como as fusões e aquisições (F&As), 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 (F&As) constituem assim, 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) onda 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 desregulação ou abertura de mercado (JOVANOVIĆ 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.

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 de suas despesas operacionais em Dólares – o que reduz a lucratividade. Além disso, a economia brasileira 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).

Não obstante esses fatores, recentemente o setor tem vivido uma crise sem precedentes, iniciada com a queda trágica de um avião da Gol em setembro de 2006. Esse acidente trouxe à tona uma série de problemas enfrentados pelo setor, tais como: i) despreparo, número reduzido e a ingerência sobre os controladores de

vôo, que almejam a desmilitarização da categoria; ii) o jogo de empurra da responsabilidade sobre o acidente e sobre a crise no setor; iii) falhas de cobertura eletrônica por parte dos radares instalados; iv) baixos investimentos e condições insuficientes de equipamentos e infra-estrutura aeroportuária; v) informações desencontradas por parte das autoridades sobre os problemas enfrentados pelos usuários (vôos cancelados, atrasos, etc.), entre outros.

Inserida no cenário acima e na onda 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. Trata-se de uma negociação que por um lado, traz um impacto relevante nas rotas internacionais – que estavam sendo aos poucos abandonadas pela Varig. E por outro, significa 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 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 apresentados na seção 3. Encerra-se com as considerações finais na seção 4, seguida das referências na seção 5.

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, assim 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 querem deixar de atuar em determinado setor, visando melhorar sua eficiência pela concentração no seu *core business*.

2.2 Classificação das Fusões e Aquisições

Considerando fatores econômicos, uma F&A pode ser classificada em:

QUADRO 1: Classificação dos Processos de Fusões e Aquisições

Classificação	Definição
<i>horizontal</i>	união entre firmas atuantes no mesmo ramo de atividade, geralmente concorrentes
<i>vertical</i>	quando resulta da união entre firmas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser para cima (montante), em direção aos fornecedores; ou para baixo (jusante), em direção aos distribuidores
<i>Conglomerado</i>	quando envolve firmas em ramos de atividade não relacionados, cujo principal objetivo é a diversificação de investimentos, visando reduzir riscos e aproveitar oportunidades de investimento

Fonte: 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, 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 Econômico (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 Razões ou Motivos para as Fusões ou Aquisições

Segundo Andrade, Mitchell e Stafford (2001) a teoria econômica apresenta as seguintes razões para a ocorrência das F&AS: i) ferramenta estratégica para o crescimento e sucesso da empresa, baseado nas possíveis economias de escala, sinergias e a maior eficiência na gestão de ativos; ii) tentativa de criar poder de mercado, talvez pela formação de monopólios ou oligopólios; iii) disciplina do mercado (substituição de gestores incompetentes de companhias adquiridas); iv) comportamento discricionário de gestores de empresas adquirentes, que se engajam em tais processos visando o benefício próprio, como a o aumento do tamanho da empresa e outros aspectos da teoria da agência; v) tirar vantagem de oportunidades de diversificação, pela exploração de mercado de capitais.

2. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa pode ser classificada como descritiva, conduzida por um enfoque qualitativo, visto que teve como objetivos: contextualizar, descrever e analisar uma das maiores aquisições ocorridas no mercado de aviação civil brasileiro, visando entender melhor os seus possíveis desdobramentos para os seus diversos *stakeholders* e para a economia brasileira.

Quanto ao método, trata-se de um estudo de caso. 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. Quanto ao método, a pesquisa também foi histórica – com o recorte de apontar as aquisições ocorridas na trajetória das empresas envolvidas. Segundo Lakatos e Marconi (1991. P. 82-3), 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.

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 Jornal Folha de São Paulo), informações e dados sobre a aquisição.
- Banco de dados de fusões e aquisições nacionais de um dos autores.

3. A AQUISIÇÃO DA VARIG PELA GOL

3.1 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 uma linha de 270 km: Porto Alegre-Pelotas-Rio Grande. Foi controlada pela Fundação Ruben Berta (FRB) e pertenceu à *holding* FRB-Par Investimentos S.A. até 2006. Essa fundação controlou 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, são fatores que explicam a conturbada trajetória da empresa nos últimos anos.

A própria Fundação Ruben Berta (1996, p. 116) reconheceu a necessidade de modernização, diante da realidade de ter que concorrer com empresas de porte bem superior, e com conseqüente maior poder de barganha junto aos fabricantes de aeronaves, e diante da 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 imensos 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.

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

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 (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 (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 (<i>American International Group</i>) 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 - NYSE, 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. O valor de mercado da empresa, na faixa de US\$ 1,6 bilhão, supera o da <i>American Airlines</i> – maior empresa de aviação do mundo em passageiros transportados.
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.

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 a Gol ofertou.

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.

O Quadro 3 apresenta as principais aquisições realizadas pela Varig.

QUADRO 3: 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 européias da Panair
Anos 70	Adquiriu parte da Rio-Sul, criada em 1976, fruto da associação entre a Varig, o Bradesco, a Top Táxi Aéreo, e 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 – que nascera em 1936. A Varig passou a controlar a Pluna, 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 e controlada pela Fundação Ruben Berta – adquiriu as operações turísticas da Panexpress Tour
2002	Criou a subsidiária Varig Engenharia e Manutenção com seus ativos em manutenção de aviões
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 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 – que, portanto, permaneceu independente, e mais forte, pelo fato de ter obtido considerável lucro nessa operação
Fonte: banco de dados próprio e Economática (2007).	

O Quadro 3 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.

O que se observa nessa 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, p. 112), 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.

3.2 Descrição e Contextualização da Aquisição

O anúncio da aquisição da Varig pela Gol foi feito inicialmente 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 a falência na área da prestação de serviços públicos é sempre mais problemática do que uma falência em uma indústria. Além disso, as agências reguladoras apresentam poucos anos de existência em nosso país, o que certamente significa que antes de sua criação, a regulamentação do mercado era um processo eminentemente político.

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. Em 1998, a EasyJet adquiriu a TEA Switzerland e em 2002, a Go!. Essa última foi uma aquisição de maior porte, tendo significado para a EasyJet um investimento 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: ambas companhias haviam sido adquiridas por grupos de investidores, cerca de um ano antes, e foram revendidas com um considerável ágio às companhias aéreas nelas interessadas. Assim, não se pode afirmar que uma aquisição que se revista de razoável importância, como a da Varig pela Gol, pois foi a primeira *low-fare* do mundo a comprar uma empresa de serviços completos para voar a longa distância.

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 4 apresenta uma classificação e análise da aquisição da Varig pela Gol:

QUADRO 4: Classificação e Análise da Aquisição

Tipo de União	Aquisição amigável, doméstica	
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

3.3 Análise da Aquisição

- 3.3.1. 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.

- 3.3.2. Fatores Estratégicos

A Gol ganha 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 5 apresenta as principais sinergias esperadas da aquisição.

Quadro 5: Principais Sinergias da Aquisição

Sinergia	Origem
<i>Aumento das receitas e da participação de mercado</i>	A Gol passa a atuar em um mercado amplamente superior àquele formado apenas pelas receitas provenientes da aviação doméstica 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
<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; A gestão das rotas internacionais da Varig ou de suas rotas domésticas remanescentes pela Gol permite a redução de custos, via eliminação de atividades redundantes e economias de escala
<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 monopólio</i>	A aquisição da Varig pela Gol significou manter em mãos de uma empresa detentora de cerca 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 concorrendo 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

- 3.3.3. 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.

3.3.4 Vantagens / Desvantagens para os Diversos Stakeholders das Empresas

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

Quadro 6: Vantagens e Desvantagens para os Stakeholders da Varig

Stakeholder	Vantagens	Desvantagens
Funcionários	A aquisição representa uma sobrevida 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	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 Anti-truste	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	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

	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	
--	--	--

Fonte: elaborado pelos autores

O Quadro 7 descreve algumas das vantagens e desvantagens resultantes da aquisição das empresas para os *stakeholders* da Gol.

Quadro 7: 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 Gol apresentar maiores perspectivas de crescimento	Os vôos internacionais são operados por funcionários da Varig, sendo baixas as 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	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 vôos internacionais da Gol poderá trazer perdas de receita às concorrentes

Fonte: elaborado pelos autores

4. 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 da aquisição de várias empresas vivenciou um rápido crescimento. 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 tem pouco mais de sete anos de existência, pioneira no setor 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.

Uma constatação que se faz de início é a de que parte das dificuldades vividas pela Varig estão ligados 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, ao ser controlada por uma fundação pertencente aos funcionários não profissionalizou seu quadro diretivo e nem modernizou suas técnicas de gestão – o que seria necessário para se adaptar à nova realidade do mercado. Ressalta-se aqui o paralelismo existente com outra empresa tradicional que era controlada por uma fundação dos funcionários e que também foi adquirida: a Antártica.

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 permite 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 seriam decorrentes 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 incorporação da Varig, considerando fatores mercadológicos e estratégicos para a Gol, é a de que além de possibilitar um crescimento rápido no mercado doméstico e 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, comercial e mercadologicamente a marca Varig ainda tem um valor significativo junto à boa parcela da população brasileira, 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.

A aquisição certamente aumentará 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 seriam o choque de culturas corporativas, divergências e incompatibilidade dos estilos de gestão. Pelas condições em que se encontrava a Varig quando da aquisição, certamente a Gol tentará imprimir sua cultura na primeira, enfrentando alguma dificuldade. Tema este, que fica como sugestão para pesquisas futuras.

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.

5. REFERÊNCIAS

- ANDRADE, G.; MITCHELL, M.; STAFFORD, E. New evidence and perspectives on mergers. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 1, 2001, 2001, p. 103-120.
- BOUWMAN, C. H. S.; FULLER, K.; NAIN, A. S. Stock market valuation and mergers. **Sloan Management Review**, v. ?, v. ?, Fall, 2003, p. 9-11.
- 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, out./dez. 2004.
- 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 http://www.accessmylibrary.com/coms2/summary_0286-25396344_ITM. Acesso em abril de 2007
- 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, Spring 2001, p. 121-144.
- JOVANOVIĆ, B.; ROUSSEAU, P. The Q-theory of mergers. **American Economic Review**, v. 92, n. 3, 2002, p. 198-204.
- 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.
- 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**. 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.
- WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000. 1.030 p.
- YIN, Robert K. **Estudo de caso**: planejamento e método. Bookman. Porto Alegre. 2001. 212 p.