
ACORDO DE FUSÃO TAM-VARIG: UM ESTUDO DE CASO DOS FATORES ESTRATÉGICOS, MERCADOLÓGICOS E FINANCEIROS E SEUS IMPACTOS SOBRE OS STAKEHOLDERS

ARTIGO

Marcos Antônio de Camargos

Doutorando em Administração pelo CEPEAD/UFMG, Professor e Coordenador do Curso de Administração do Centro Universitário de Belo Horizonte – UNI-BH
E-mail: mcamargos@cepead.face.ufmg.br

Recebido em: 08/07/2003

Aprovado em: 02/06/2004

Francisco Vidal Barbosa

Ph.D. em Ciências das Organizações e Pós-doutor pela Universidade de Harvard.
Professor Adjunto do CAD/CEPEAD/FACE/UFMG e Coordenador do
CEPEAD/UFMG
E-mail: fbarbosa@face.ufmg.br

RESUMO

O fenômeno das fusões e aquisições é caracterizado por uma concentração de capitais e uma reestruturação patrimonial sem precedentes, as quais, por meio de movimentos cílicos (ondas), vêm definindo e caracterizando o sistema de produção predominante, o Capitalismo. Neste artigo, faz-se uma análise da possível união entre Tam e Varig – empresas líderes no segmento brasileiro de aviação civil –, cuja negociação está em andamento e poderá resultar na maior união de empresas brasileiras dos últimos anos e na reestruturação do setor, além de ser uma saída viável para a difícil situação financeira enfrentada pela Varig. Trata-se de um estudo de caso descritivo, na qual a análise dos fatores estratégicos, mercadológicos e financeiros e seus impactos sobre os seus *stakeholders* baseou-se em teorias econômico-financeiras sobre fusões e aquisições e na legislação antitruste brasileira, com dados, informações e fatos levantados em diversas fontes.

Palavras-chave: fusões e aquisições, *holding*, mercado aéreo brasileiro, *stakeholders*, Tam, Varig.

ABSTRACT

Mergers and acquisitions in Brazil are characterized by concentration of capital and equity restructuring, which through cyclical movements (waves) are further defining the predominant production system, capitalism. An analysis is made of the possible amalgamation of two leading Brazilian air carriers, Tam and Varig. Negotiation underway could lead to one of the largest mergers of recent times, initiating restructure of the sector, and furthermore providing a viable solution for the financial difficulties faced by Varig in view of its greater vulnerability when compared to Tam. The effect of the strategic, marketing and financial aspects on the “stakeholders” in this case study was analyzed utilizing economic and financial theories of mergers and acquisitions and applicable antitrust legislation.

Key words: mergers and acquisitions, holdings, Brazilian air carriers market, stakeholders, Tam, Varig.

1. INTRODUÇÃO

A literatura econômico-financeira internacional, baseada principalmente no mercado norte-americano, assinala quatro ondas de fusões e aquisições, ou simplesmente F&As, que desempenharam um papel relevante em âmbito mundial na concentração de capitais, reestruturação patrimonial e consolidação de setores econômicos. Foram elas: *The Great Merger Wave* (1887-1904); *The Merger Movement* (1916-1929); *The 1960s Conglomerate Merger Wave e The Wave of the 1980s* (SCHERER e ROSS, 1990).

Para TRICHES (1996), as F&As da onda dos anos 60 visavam a diversificação, por meio da criação de *holdings* que se tornaram mais tarde verdadeiros conglomerados empresariais, com muitos negócios sem relação direta entre si.

WAACK (2000) divide a quarta onda em duas: a dos anos 80 e a dos anos 90. Os objetivos da onda dos anos 80 podem ser resumidos em cinco principais: especialização no *core business*, acesso a novos mercados e tecnologias, maior poder econômico e de competição, melhoria de eficiências estruturais e operacionais, e diminuição do risco. Nos anos 90, o cenário recessivo, de competição e de internacionalização, marcado por dificuldades financeiras, fez com que as F&As passassem a visar a manutenção da autonomia ou simplesmente a sobrevivência no mercado (estratégias de defesa).

O setor de aviação é caracterizado como uma atividade de alto risco, com custos de manutenção elevados. No mercado brasileiro, as empresas têm receitas em reais, mas grande parte de suas despesas operacionais é em dólares, fato que, aliado às flutuações cambiais e aos sucessivos aumentos no preço dos combustíveis, tem acarretado um cenário de dificuldades. Além disso, a economia brasileira é caracterizada por fatores socioeconômicos desfavoráveis, como concentração de renda e baixo poder aquisitivo, além dos altos custos dos serviços prestados pelo setor, que restringem o uso desse tipo de serviço a uma pequena parcela da população, reduzindo assim a demanda potencial e tornando baixa a taxa de ocupação das aeronaves.

Esse cenário de queda de receitas, baixas taxas de ocupação e dificuldades financeiras é reflexo do que ocorreu com o setor no mercado mundial nos últimos anos: em apenas dois anos as empresas

aéreas perderam mais do que haviam lucrado em toda a sua história (VALOR ECONÔMICO, 2003).

A saída para enfrentar a crise financeira e conjuntural vislumbrada pelas duas maiores empresas aéreas brasileiras, Tam e Varig, foi a sua união, seja por meio de uma fusão, que daria origem a uma nova empresa de maior poder de competição no mercado interno e externo, seja por meio da criação de uma *holding*, que seria a dona e controlaria as duas empresas. O processo de união foi iniciado com a assinatura de um protocolo de intenções no dia 06/02/2003, e encontra-se atualmente na fase de análise da viabilidade financeira e de busca de estratégias e alternativas para a sua concretização.

Considerando a onda de F&As dos anos 90, tendo como pano de fundo a conjuntura delineada previamente, este artigo busca desenvolver uma análise da provável fusão Tam–Varig, relativamente aos seus aspectos estratégicos, mercadológicos e financeiros, visando identificar suas características e possíveis impactos sobre os diversos *stakeholders* das duas empresas. Está estruturado da seguinte forma: a seção 2 apresenta uma revisão da terminologia, conceitos, classificações, sinergias, problemas e planejamento de uma F&A; a seção 3 expõe a metodologia de pesquisa, seguida da descrição e análise da possível união entre Tam e Varig na seção 4; e, finalmente, as considerações e as referências são apresentadas nas seções 5 e 6 respectivamente.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Neste tópico disserta-se sobre as teorias de suporte ao estudo de caso, baseadas nas teorias econômico-financeiras sobre o fenômeno das F&As e na legislação brasileira sobre atos de concentração empresarial (Lei nº 8.884/94 ou Lei de Defesa da Concorrência, BRASIL, 1994).

2.1. Terminologia e conceitos

Os estatutos corporativos exigem que uma proposta de F&A seja aprovada por acionistas majoritários das firmas-alvo, com uma porcentagem de votos a favor variando de 50% a 66,66%. Além disso, a proposta deve ser aprovada pelo quadro de diretores dessas firmas, que tem o poder de vetá-las ou aprová-las (DODD, 1980).

Segundo ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (2002), na fusão ou consolidação as firmas envolvidas geralmente têm porte semelhante e combinam-se por meio de uma simples permuta de ações, dando origem a uma outra firma, enquanto na aquisição ocorre a compra de uma firma por outra e somente uma delas mantém a identidade.

Segundo WESTON e BRIGHAM (2000), *holding* ou empresa matriz é uma empresa que detém grandes blocos de ações em outras empresas e exerce o controle sobre elas, com 100% das ações ordinárias ou com uma porcentagem menor no caso de a propriedade estar diluída.

2.2. Comparação entre fusão, aquisição e holding

ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (2002) e WESTON e BRIGHAM (2000) apresentam as seguintes vantagens e desvantagens na fusão, na aquisição e no *holding*:

1) Fusão ou Consolidação:

- Vantagens: é legalmente mais simples; não custa tanto quanto outras formas de aquisição; elimina a necessidade de transferência da propriedade dos ativos.
- Desvantagem: exige a aprovação dos acionistas em assembleia.

2) Aquisição (de ações com direito a voto no mercado de capitais)

- Vantagens: não exige a aprovação do processo por uma assembleia de acionistas (somente os que quiserem vender as ações); apresenta a oportunidade de negociação direta com os acionistas para a compra das ações, minimizando possíveis atritos com a administração da empresa que está sendo adquirida (conflitos de agência).
- Desvantagens: a compra de ações sem consulta à cúpula administrativa geralmente se dá de maneira hostil, podendo resultar em verdadeiras batalhas que oneram a aquisição; caso uma minoria se negue a negociar as ações, a aquisição não será totalmente completada, o que pode causar transtornos à futura administração.

3) Aquisição (de ativos)

- Vantagem: agilidade na operacionalização do negócio, por se eliminarem possíveis problemas com acionistas minoritários.

- Desvantagem: dispêndio de dinheiro direto (bens) ou indireto (impostos) que a transferência de propriedade de ativos apresenta.

4) Holding

- Vantagens: controle pela posse de uma pequena quantidade de ações; isolamento de riscos (as empresas são entidades legais separadas, com obrigações distintas); separação legal (dependendo do setor de atuação da empresa, é mais fácil gerenciar e operar como empresas *holdings* do que como empresas com divisões); meio de alavancagem (as *holdings* podem ser utilizadas para a obtenção de maiores níveis de endividamento).
- Desvantagens: tributação múltipla obrigatória, isto é, a empresa *holding* será tributada se possuir uma quantidade de ações ordinárias de sua controlada acima do limite de isenção permitido por lei; facilidade com que os órgãos reguladores podem dissolver a empresa, quando um sistema *holding* for considerado inaceitável (monopólio).

2.3. Classificação das fusões e aquisições

Uma F&A pode ser classificada de várias maneiras, levando-se em conta alguns dos seus aspectos subjacentes:

1) Segundo ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (2002), considerando-se fatores econômicos e mercadológicos, uma F&A pode ser classificada em:

- horizontal: união entre firmas atuantes no mesmo ramo de atividade, geralmente concorrentes;
- vertical: 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;
- em conglomerado ou co-seguro: quando envolve firmas em ramos de atividade não relacionados e cujo principal objetivo, na maioria das vezes, é a diversificação de investimentos, visando reduzir riscos e aproveitar oportunidades de investimento;
- congênere: envolve firmas da mesma indústria, mas que não atuam na mesma linha de negócios, não sendo nem fornecedor nem cliente (WESTON e BRIGHAM, 2000).

2) Considerando-se a nacionalidade das empresas envolvidas, uma F&A pode ser:

- doméstica: quando envolve empresas originárias do país no qual ocorreu;
- *cross-border*: quando envolve uma ou mais empresas de diferentes países.

3) Para BREALEY e MYERS (1995), sob a óptica financeira uma F&A pode ser:

- operacional ou estratégica: quando as operações de duas ou mais empresas são integradas com a expectativa de se obterem sinergias (economias de escala, eliminação de funções redundantes, aumento da participação de mercado, melhora nas fontes de matéria-prima e na logística de distribuição, etc.)
- financeira: quando as empresas fundidas não serão operadas como uma unidade e quando nenhuma economia operacional significativa é esperada. Isto é, baseiam-se na aquisição de empresas que podem ser reestruturadas para se obter uma melhora nos seus fluxos de caixa, por meio de cortes nos custos, venda de ativos improdutivos, etc.

4) Segundo HIRSCHY (1986), levando-se em conta a forma de condução da negociação, uma F&A pode ser:

- hostil (*hostile takeover*): que pode ser definida como um lance de tomada de controle não solicitado, resultando na substituição da administração da firma-alvo;
- amigável (*friendly takeover*): que pode ser definida como uma mudança na propriedade corporativa sem uma mudança acompanhante no controle administrativo.

2.4. Principais sinergias de uma fusão ou aquisição

WESTON e BRIGHAM (2000) definem sinergia como a condição em que o todo é maior do que a soma de suas partes; em uma fusão sinérgica, o valor pós-fusão supera a soma dos valores pré-fusão das empresas separadas.

Segundo BREALEY e MYERS (1995), nos processos de F&As as sinergias podem ser obtidas de três maneiras: 1. sinergia por transferência (de tecnologia e competências): são comuns em firmas que apresentam uma situação econômico-financeira

difícil; 2. sinergia por partilha (de recursos e *know how*): ocorre entre duas firmas em processo de aprendizagem e interação, e resulta em melhorias competitivas, pois as torna mais eficientes e dinâmicas, gerando ao longo do processo economias de escala e de escopo; 3. sinergia por conluio (aumento da vantagem competitiva e do poder de monopólio): este tipo de sinergia traduz-se, geralmente, em aumento do poder de mercado da empresa e também em uma diminuição do poder de negociação dos clientes e/ou fornecedores.

Segundo ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (2002) e WESTON e BRIGHAM (2000), as principais fontes de sinergias são:

- aumento de receitas: resultado direto de um maior e melhor esforço de *marketing*; benefício estratégico decorrente da união e do aumento do poder de mercado ou de monopólio das empresas combinadas.
- redução de custos: em decorrência de economias de escala (o custo médio unitário de produção diminui à medida que cresce o volume de produção, ocorrendo assim uma diluição dos custos e despesas fixas); eliminação de administração ineficiente (MANNE, 1965) (empresas com má administração ou com processos e operações ineficientes tendem fortemente a ser adquiridas por outras com uma administração mais eficiente; ocorre em empresas cujo valor de mercado pode se elevar se a sua administração for substituída); recursos complementares (empresas adquirem outras para fazer melhor uso de recursos existentes ou adquirir o ingrediente que falta para o seu sucesso); e compra de ativos por um preço abaixo do seu custo de substituição (situação que ocorre quando os custos de reposição dos ativos são maiores do que o valor de mercado¹). Essa sinergia é aproveitada por empresas que querem ingressar em novos mercados e, para isso, se fundem ou adquirem empresas já existentes, aproveitando a base de clientes, *know-how*, tecnologia e as estruturas física e de pessoal, eliminando assim várias etapas, necessárias caso fizessem investimentos em novas unidades produtivas – *greenfield*).

¹ Quando a razão Q de Tobin (valor de mercado da firma/custo de reposição dos ativos) for menor do que a unidade (Q de Tobin < 1).

- redução de impostos e diminuição do custo de capital: redução de impostos é compensação autorizada pela lei, advinda de benefícios fiscais (ganhos obtidos da utilização de isenções e compensações autorizadas pela lei, como é o caso de prejuízos fiscais decorrentes de prejuízos operacionais); fundos excedentes (JENSEN, 1986) (situação presente em empresas com fluxos de caixa livres – fluxo de caixa disponível após o pagamento de todos os impostos e após financiamento de todos os projetos com valor presente líquido positivo); e redução do custo de capital (obtida por meio do maior poder econômico e do maior grau de endividamento que a empresa terá após um processo de F&A).

2.5. Problemas (legal, contábil e fiscal) de uma fusão ou aquisição

Por se tratar de um processo altamente complexo, uma F&A apresenta problemas que devem ser observados e contornados. São questões de ordem legal, contábil e fiscal.

A questão legal a ser observada num processo de F&A diz respeito às leis antitruste, que proíbem a união de duas empresas cujo resultado seja uma drástica redução da concorrência ou até mesmo a criação de um monopólio. No mercado brasileiro, o órgão responsável por essa análise e controle é o CADE², assessorado por duas secretarias: Secretaria de Direito Econômico (SDE) e Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), vinculadas aos Ministérios da Justiça e da Fazenda respectivamente.

No Brasil, a principal lei antitruste é a Lei de Defesa da Concorrência ou Lei nº 8.884/94, que em seu artigo 54, parágrafo 1º, especifica que as seguintes condições devem ser observadas nos atos de concentração empresarial: 1) aumentar a produtividade; 2) melhorar a qualidade de bens e serviços; 3) propiciar a eficiência e o desenvolvimento tecnológico ou econômico, observando que os benefícios decorrentes sejam distribuídos entre os participantes (produtores e consumidores) e não impliquem a eliminação da

concorrência de parte substancial do mercado dominante. Em seu parágrafo 2º, autoriza concentrações de mercado quando existem dificuldades de sobrevivência das empresas em um setor da economia. Em seu parágrafo 3º, especifica que passarão pela avaliação dos órgãos competentes (CADE, SDE e SEAE) os atos que visem qualquer forma de concentração econômica, seja via fusão ou incorporação de empresas, seja pela constituição de sociedade para o exercício do controle das firmas (*holding*), ou qualquer forma de agrupamento societário que implique participação de firma ou grupo de firmas resultante em 20% de um mercado relevante, ou em que qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a R\$ 400 milhões.

A questão contábil de uma aquisição diz respeito à forma como deve ser encarado tal processo: se como uma simples troca de ações, uma consolidação de participação acionária ou uma aquisição de ativos. Contabilmente, uma união empresarial pode ser feita de duas maneiras:

- método da compra: os ativos da empresa adquirida serão contabilizados pelo seu valor de mercado³ na empresa adquirente, que estabelece uma nova base de custo para os ativos adquiridos. Nesse caso, será criado o que, em Contabilidade, denomina-se *goodwill* – diferença entre o preço de compra e a soma dos valores de mercado dos diversos ativos adquiridos. Este método é característico das aquisições.
- método da comunhão de interesses: os ativos da nova empresa são avaliados pelo valor contábil⁴ 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

³ Valor de mercado pode ser definido como aquele de um ativo ou grupo de ativos que estão sendo comercializados em um mercado organizado (bolsas de valores) ou entre partes privadas em uma transação espontânea, sem coerção. Não se trata de um valor absoluto, mas de um consenso momentâneo entre as partes, determinado pela oferta e procura (HELPFERT, 2000).

⁴ Valor Contábil ou valor de livro (*book value*) é o valor estabelecido pelo Balanço Patrimonial, registrado de acordo com os Princípios Contábeis Geralmente Aceitos. Trata-se de um valor elaborado de acordo com objetivos contábeis, que não acompanha o real crescimento da firma (HELPFERT, 2000).

² Conselho Administrativo de Defesa Econômica, órgão do Ministério da Justiça que tem como competência prevenir e reprimir as infrações à ordem econômica, orientado pelos ditames constitucionais de liberdade de iniciativa, livre concorrência, função social da propriedade, defesa dos consumidores e repressão ao abuso do poder econômico.

criação de *goodwill*. Este método é característico das fusões.

A questão fiscal decorre do fato de que uma aquisição pode ser tratada como uma compra (aquisição) ou como uma simples permuta de ações (fusão). No primeiro caso, ela será tributada se os acionistas da empresa adquirida tiverem vendido suas ações por um preço acima do de sua aquisição (lucro); caso tenham tido prejuízo, não serão tributados. Nesse método, os ativos poderão ou não ser reavaliados. No segundo caso, considera-se que os acionistas da empresa adquirida trocaram suas ações antigas por ações da nova empresa criada e que, não havendo ganho ou perda de capital, não são, portanto, tributados.

2.6. Dificuldades e o pós-fusão ou aquisição

Um processo de F&A não deve ser encarado como uma solução simples para problemas internos ou ameaças mercadológicas, dado o elevado nível de complexidade, risco e incerteza que o permeia. Destarte, deve ter suas variáveis e detalhes controlados antes, no decorrer e após o processo.

Dentre as dificuldades, destacam-se: divergências e incompatibilidades entre estilos de gestão; choques culturais; conflitos e batalhas políticas pelo poder; custos de agência⁵; dificuldade de entendimento, pela firma adquirente, das rotinas e capacitações das empresas adquiridas; saída de

pessoas estratégicas; recursos para viabilizar o negócio; perda de foco e de direção; fofocas e boatos; desmotivação dos funcionários diante do risco de demissão; inexistência de objetivos; falta de visão do negócio e dos problemas futuros da nova empresa; estrutura organizacional, publicidade, imagem e relacionamento com fornecedores e clientes.

2.7. Planejamento do processo de fusão e aquisição

O planejamento de uma F&A deve abordar desde as responsabilidades, planos e critérios para a aquisição, estudo financeiro e mercadológico de candidatos, benefícios esperados, até um acompanhamento das etapas e resultados, a fim de que se evitem algumas das dificuldades e problemas característicos de tais processos, que impactam a empresa como um todo. O Quadro 1 apresenta as etapas do planejamento de um processo de F&A.

Todas essas etapas devem ser auxiliadas por um banco e por consultorias especializadas, que ajudem na obtenção e seleção de possíveis empresas para uniões, na avaliação das empresas-alvo, na obtenção de fontes de financiamento ou, até mesmo, no desenvolvimento e implementação de táticas defensivas, por parte das empresas-alvo, em negociações hostis.

Quadro 1: Planejamento de um processo de fusão ou aquisição

Etapa	Descrição
Análise Competitiva	identificam-se as inter-relações de sinergia entre os negócios da empresa e outros negócios nos quais ela talvez possa entrar, contemplando-se as vantagens competitivas
Pesquisa e Investigação	desenvolve-se uma lista de bons candidatos viáveis para uma aquisição, focalizando-se na pesquisa de que forma e onde tais candidatos podem ser encontrados; na investigação, identificam-se os candidatos que atenderam aos critérios estabelecidos
Desenvolvimento da Estratégia	analisam-se as possíveis sinergias com cada um dos candidatos e traçam-se as estratégias pertinentes
Avaliação Financeira	são levantadas e analisadas questões como: qual o preço máximo que deve ser pago pela empresa-alvo? Quais são as principais áreas de risco? Qual é o fluxo de caixa e o balanço (projetados) e suas implicações com a aquisição? Qual é a melhor maneira de estruturar a aquisição?

⁵ Custos oriundos do acompanhamento e incentivos pagos aos administradores para que eles maximizem a riqueza dos acionistas. Podem ser: despesas de monitoramento (auditorias e medidas de controle); despesas com cobertura de seguro (contra danos causados pela desonestade de funcionários); despesas de estruturação (compensações à administração na forma de planos de incentivo e planos de desempenho) (ASSAF NETO, 2003).

Etapa	Descrição
Negociação	O sucesso desta etapa depende muito do que foi feito nas quatro etapas anteriores. Nesta, os negociadores devem agir com imparcialidade, sem levar em conta possíveis problemas pessoais, focalizando os interesses da empresa e não suas posições empregatícias, adotando uma postura proativa, inventando opções que proporcionem ganhos mútuos e insistindo e usando de forma objetiva, em todos os momentos, uma base de critérios preestabelecidos

Fonte: RAPPAPORT (1998).

3. METODOLOGIA

A metodologia utilizada foi um estudo de caso, desenvolvido de maneira descritiva, no qual se abordou a possível união da Tam com a Varig, analisada em seu contexto estratégico, mercadológico e financeiro, à luz do fenômeno de fusões e aquisições. Inicialmente fez-se uma contextualização do tema em estudo na esfera da teoria econômico-financeira, na qual buscou-se identificar as terminologias e analisar os aspectos mais relevantes de diferentes tipos de união empresarial, visando caracterizar e definir uma fusão ou aquisição, e se chegar a conclusões pertinentes.

Grande parte dos dados e informações referentes ao setor de transporte aéreo foi obtida na *homepage* do Departamento de Aviação Civil (DAC) – órgão fundado em 1931, subordinado ao Comando da Aeronáutica, Ministério da Defesa –, que tem como missão estudar, orientar, planejar, controlar, incentivar e apoiar as atividades da aviação civil pública e privada. Foram utilizados os Anuários Econômicos e Estatísticos do Transporte Aéreo dos anos de 1997 a 2001⁶, que contêm dados setoriais, estatísticos e financeiros sobre o desempenho econômico do transporte aéreo comercial brasileiro, elaborados a partir de relatórios encaminhados pelas empresas aéreas ao DAC.

Fez-se uma coleta de dados e informações nas *homepages* da Tam e da Varig, referentes ao histórico das duas empresas, estilos de gestão, operação, etc. Além disso, fez-se também uma coleta de informações na mídia especializada, destacando-se os jornais *Gazeta Mercantil*, *Valor Econômico*, *Folha de São Paulo*, *Estado de São Paulo*, *O Globo*, *Correio Brasiliense* e *Agência*

Reuters, dos quais tentou-se extrair o maior número de dados e informações confiáveis.

Dentre as dificuldades encontradas, destaca-se a grande quantidade de publicações sobre a negociação envolvendo as duas empresas quando do anúncio da união, em diversas fontes, algumas oficiais, outras apenas jornalísticas, que pouco agregaram à análise empreendida.

4. ESTUDO DE CASO

4.1. As Empresas

A S.A. Empresa de Viação Aérea Rio-Grandense, ou Varig, foi fundada por Otto E. Meyer em maio de 1927, operando inicialmente uma linha de 270 km: Porto Alegre – Pelotas – Rio Grande. Atualmente é controlada pela Fundação Ruben Berta e pertence à *holding* FRB-Par Investimentos S.A., que cuida dos investimentos do grupo e controla outras três *holdings*. Entre as principais empresas do Grupo Varig, estão a Rio-Sul Linhas Aéreas e a Nordeste Linhas Aéreas.

Os sucessivos resultados negativos obtidos pela empresa desde 1998 são reflexo de problemas gerenciais. Os acionistas têm sofrido uma perda contínua de seu patrimônio e a empresa acumulado até julho de 2002 um patrimônio líquido negativo de R\$ 1,5 bilhão, em razão de sucessivos prejuízos operacionais. Como consequência, o valor de mercado da empresa caiu de US\$ 375 milhões em dezembro de 1997 para menos de US\$ 15 milhões no final de 2002 (LUNA, 2003). Em virtude de seu elevado endividamento, todo o faturamento da empresa está atualmente comprometido com o pagamento de seus credores, e ainda é insuficiente.

⁶ Os dados obtidos referem-se ao exercício social das empresas até 2001. Os dados de 2002 ainda não haviam sido disponibilizados pelo DAC quando da elaboração deste artigo.

Além de estar tecnicamente falida do ponto de vista financeiro, a empresa corre o risco de perder seu *status* de empresa do nível 1 de governança corporativa da BOVESPA⁷, por não apresentar balanços trimestrais desde junho de 2002. A Varig entrou nessa divisão da BOVESPA para acalmar os ânimos do mercado em relação à falta de transparência da sua administração.

A Tam (Táxi Aéreo Marília) foi fundada em fevereiro de 1961 em Marília (SP), tendo como primeiro piloto o comandante Rolim Adolfo Amaro, que em 1976 viria a se tornar o acionista majoritário do então grupo Tam – Transportes Aéreos Regionais. Operava inicialmente aviões monomotores, cobrindo o interior do Estado de São Paulo. Em dezembro de 1996, a Tam – Transportes Aéreos Regionais foi incorporada pela Tam – Transportes Aéreos Meridionais, principal empresa do grupo, passando então a se chamar Tam – Linhas Aéreas. Atualmente o grupo Tam é controlado por uma *holding*, a Tam – Cia. de Investimentos em Transportes, dirigida pela família do falecido comandante Rolim⁸.

Em decorrência de fatores estruturais e conjunturais, a situação econômico-financeira das

duas maiores empresas de aviação brasileira tem piorado a cada ano, como se pode observar nas Tabelas 1 e 2. A Varig vem apresentando resultados negativos nos últimos anos, situação que tem contribuído para a redução do seu patrimônio líquido. Já a Tam vem alternando prejuízos e lucros, mas encontra-se em situação financeira superior à da Varig.

Apesar de, juntas, as duas empresas controlarem 99% das linhas internacionais (CORREIO BRASILIENSE, 2003) e 74,18% do mercado brasileiro de aviação civil, a situação econômico-financeira das duas empresas, quando do anúncio do acordo, não era favorável, como se pode observar abaixo.

Em termos de investimentos e expansão, pode-se observar que a Tam apresentou um crescimento muito maior que o da Varig, que pouco aumentou o valor dos seus ativos desde 1997 – estratégia de crescimento incorreta, em razão da redução e crise atual do setor. Pela análise dos ativos, desconsiderando-se a estrutura de capital, a Varig vale mais do que a Tam.

Tabela 1: Evolução do lucro / prejuízo (R\$ mil)

Empresa / Ano	1997	1998	1999	2000	2001
Tam Linhas Aéreas	-6.019	12.920	-30.027	41.458	-56.431
Varig	27.837	-25.356	-94.820	-178.539	-480.873

Tabela 2: Evolução do patrimônio líquido (R\$ mil)

Empresa / Ano	1997	1998	1999	2000	2001
Tam Linhas Aéreas	-5.745	58.081	90.454	494.334	461.319
Varig	286.895	94.545	29.887	-148.652	-523.198

⁷ O Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança foram implementados em 26 de junho de 2001, com a adesão de 15 empresas da BOVESPA, que transferiram a listagem das suas ações do mercado tradicional para o segmento especial Nível 1, seguidas de outras nove companhias. Ao terem suas ações negociadas nesses mercados diferenciados, essas empresas comprometem-se contratualmente com a BOVESPA e com os investidores a adotar boas práticas de governança corporativa, que garantam um relacionamento mais equitativo entre controladores e investidores, beneficiando a todos, sobretudo às próprias companhias (BOVESPA, 2003).

⁸ O então presidente da Tam, Rolim Adolfo Amaro, morreu de forma trágica, em um acidente de helicóptero em julho de 2001.

Tabela 3: Evolução dos ativos (R\$ mil)

Empresa / Ano	1997	1998	1999	2000	2001
Tam Linhas Aéreas	69.452	425.088	979.511	2.806.672	2.796.027
Varig	3.247.200	2.303.198	2.801.768	3.027.188	3.865.592

Tabela 4: Evolução da receita líquida (R\$ mil)

Empresa / Ano	1997	1998	1999	2000	2001
Tam Linhas Aéreas	116.655	259.949	749.493	1.088.432	2.710.854
Varig	3.369.061	3.717.235	4.446.785	5.322.011	5.251.008

Fonte das Tabelas 1 a 4: Valores nominais (DEPARTAMENTO DE AVIAÇÃO CIVIL, 2003).

A situação financeira da Varig é complicada; apesar de gerar mais caixa do que a Tam, não o faz de maneira suficiente para honrar seus compromissos, fato que tem levado a empresa a devolver continuamente, nos últimos meses,

aeronaves adquiridas por meio de operação de *leasing*, o que provavelmente aumentará o poder de barganha da Tam na fusão. A Tabela 5 apresenta alguns dados financeiros, operacionais e gerenciais das duas empresas, referentes ao ano de 2002.

Tabela 5: Dados sobre as empresas em 2002

Variável	Tam	Varig	Tam / Varig
Faturamento*	US\$ 475 milhões	US\$ 782 milhões	US\$ 1.257 milhões
Dívidas*	US\$ 500 milhões	US\$ 764 milhões	US\$ 1.264 milhões
Prejuízo*	US\$ 250 milhões	US\$ 290,79 milhões	US\$ 540,79 milhões
Frota	102 aeronaves**	116 aeronaves	218 aeronaves
Fabricante das aeronaves	Airbus	Boeing	?
Funcionários	7.724	18.293	26.017 (?)
Participação de Mercado	34,93%	39,25%	74,18%
Operação	47 destinos	88 destinos	?
Presidente	Daniel Mandelli Martin	Manuel E. Guedes ⁹	?
Controlador	Família do Com. Rolim	Fundação Ruben Berta	?
Estilos de Gestão	Enxuta, eficiente e arrojada	Tradicional, corporativista	?

Fonte: GAZETA MERCANTIL (2003), VALOR ECONÔMICO (2003), AGÊNCIA REUTERS (2003) e DEPARTAMENTO DE AVIAÇÃO CIVIL (2003).

(*) Acumulado até setembro de 2002.

(**) 82 em operação e 20 desativadas.

(?) possíveis dificuldades a serem superadas pelas duas empresas com a união.

⁹ Pediu demissão no dia 16/04/2003, em função da nomeação de Gilberto Carlos Rigoni para a presidência do conselho de administração da Varig, pelo fato de este último ser contrário à fusão com a Tam (GAZETA MERCANTIL, 2003).

4.2. O Mercado de Transporte Aéreo Civil Nacional

As companhias aéreas brasileiras vêm enfrentando problemas estruturais e conjunturais, devidos ao cenário internacional. A maioria das empresas tem operado com prejuízos operacionais há alguns anos e tido problemas de liquidez e solvência. Essa situação agravou-se ainda mais após os atentados de 11 de setembro de 2001 nos Estados Unidos, responsáveis por um quadro de medo ao terrorismo internacional e por uma queda considerável das taxas de ocupação dos vôos.

No mercado interno brasileiro, a guerra de preços após a desregulamentação das tarifas do setor em 2001, a desvalorização cambial após janeiro de 1999, associada à representatividade dos custos e despesas em dólares, à elevada tributação (Custo Brasil), às elevações dos preços dos combustíveis, a fatores socioeconômicos e à queda das receitas, têm deixado o setor em situação cada vez mais difícil.

A liberação dos preços das tarifas aéreas, associada à entrada de uma nova concorrente (Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.), que ocupou parte do espaço deixado pela Transbrasil, com aeronaves novas e baixos custos de manutenção, desencadeou uma guerra de preços entre as empresas por tarifas reduzidas e melhores serviços, saudável para os consumidores mas muito prejudicial financeiramente para as empresas.

Dessa forma, a estratégia adotada pelas empresas num primeiro momento, além da imediata contenção de custos e despesas, foi o cancelamento de linhas e redução da frota por meio de devolução de aeronaves adquiridas via operações de *leasing* aos seus fabricantes, ações com impacto direto sobre o faturamento da Varig, principalmente.

4.3. As negociações e acordos do setor

Desde 1999 foram várias as tentativas de união entre as principais empresas do setor, conforme se pode ver no Quadro 2.

Quadro 2: Negociações e acordos do setor de aviação civil brasileiro

Data	Empresas	Acordo
Out./99	Tam, Transbrasil, Vasp e Varig	Wagner Canhedo, presidente da Vasp – Viação Aérea São Paulo, apresentou um plano de criação de uma <i>holding</i> que controlaria as quatro maiores empresas do setor na época, proposta prontamente rejeitada pelos dirigentes das três concorrentes
Dez./99	Tam e Transbrasil	os presidentes das duas empresas tentaram firmar um acordo operacional parecido com o atual entre Tam e Varig, que previa, num primeiro momento, a união operacional e, posteriormente, uma associação definitiva entre as duas empresas
Dez./99	Tam e Varig	os presidentes das duas empresas manifestaram informalmente o interesse de uni-las, acordo que foi deixado de lado pela nova administração da Tam, após a morte do seu presidente
Fev./03	Tam e Varig	assinaram um protocolo de intenções que previa um acordo operacional nos seis primeiros meses e, após esse período, a união definitiva das duas empresas em uma fusão ou a criação de uma <i>holding</i> que controlaria ambas as empresas

Fonte: Adaptado de GAZETA MERCANTIL (2003) e VALOR ECONÔMICO (2003).

O protocolo de intenções assinado pela Tam e Varig pode atrair novos investidores para as empresas, pois o Brasil tem dimensões continentais e um grande potencial turístico que está sendo alavancado. Além disso, existe a possibilidade de ajuda por parte do governo, seja por meio de financiamento direto, via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), ou indireto, pela postergação de pagamento de impostos ou de dívidas. O objetivo da união das duas empresas seria a criação de uma nova empresa aérea, dando início à reestruturação do setor de

aviação civil brasileira. O acordo também estabelece que a partir do dia 10 de março de 2003 as empresas voariam pelo sistema de *code share* (compartilhamento mútuo de assentos) para nove capitais do país, num total de 113 vôos diários para os aeroportos de maior movimento.

A concretização dessas ações internas e a diminuição dos problemas das empresas demandam, além da aprovação dos órgãos competentes e de recursos, condições mais estáveis na economia internacional, o que infelizmente não se observa no momento.

4.4. Análise da possível união entre Tam e Varig

A possível fusão entre Tam e Varig ou a criação de uma *holding* não serão tarefas fáceis, em razão das dificuldades legais que acarretariam. Apesar disso, essa ação vai na direção da de diversos setores econômicos globais na resolução de suas crises.

Pela legislação antitruste brasileira, em qualquer ato de concentração empresarial que envolva

empresas com significativa participação de mercado, como o caso da Tam e da Varig, o Estado deve desempenhar o papel de articulador político, facilitador de alternativas e garantidor da concorrência e de condições de livre mercado.

Baseado na teoria das fusões e aquisições, o Quadro 3 apresenta uma análise da possível união entre Tam e Varig:

Quadro 3: Análise da União Tam–Varig

Tipo de União	Fusão ou criação de uma holding
Classificação	Fusão horizontal, doméstica e operacional/estratégica
Forma de Negociação	Amigável
Principais sinergias	Transferência de tecnologia e de competências; partilha de recursos e <i>know-how</i> ; e sinergias de monopólio, advindas da racionalização de rotas e da frota e redução do número de vôos
Principais problemas	Legislação antitruste; forma e valores contábeis da união
Dificuldades	Divergências e incompatibilidade entre estilos de gestão, choque das culturas corporativas, possíveis disputas pelo poder, saída de pessoas estratégicas, recursos para viabilizar o negócio, fofocas e boatos que desmotivam e tumultuam o clima organizacional
Objetivos	Reducir custos de operação e racionalizar gastos, criando uma empresa capaz de superar problemas estruturais e conjunturais, competindo no mercado internacional, buscando maior eficiência, produtividade e capacidade competitiva

Fonte: Elaborado pelos autores, com base nos dados analisados.

4.4.1. Fator estratégico e de interesse nacional

Qualquer nação soberana, que busque o desenvolvimento econômico e tecnológico em um setor estratégico como a aviação civil, deve ter pelo menos uma empresa aérea nacional competitiva que consiga atender à demanda e às necessidades internas do país. Diante do contexto de dificuldades enfrentadas pelas companhias aéreas brasileiras, a união entre a Tam e a Varig, a curto e médio prazos, parece ser a solução mais plausível, por ser uma saída para manter o transporte aéreo nas mãos de empresas brasileiras, além de evitar que as duas empresas venham a falir, a Varig a curto prazo e a Tam a médio prazo.

A provável união entre Tam e Varig, seja por meio da criação de uma *holding*, seja por fusão, pode ser interpretada como uma fusão defensiva caso se concretize, pois, por um lado, parece ser a saída mais viável para a Varig dada a sua maior fragilidade em relação à Tam e, por outro, resolve em parte o problema da crise do setor e evita a falência da maior companhia aérea do país. Em um

contexto mais amplo, a união das duas empresas pode ser uma questão de sobrevivência das empresas e do setor no mercado interno. A existência de uma empresa sólida na aviação civil possibilitaria uma concorrência mais efetiva com as gigantes internacionais, num setor estratégico para o desenvolvimento nacional.

A fusão resultaria em uma empresa nacional, com melhores condições para competir no mercado internacional, proporcionar um maior desenvolvimento econômico e tecnológico ao país, solucionar a crise do setor, alavancar o potencial turístico, melhorar a concorrência das empresas brasileiras no exterior, angariando divisas em moeda estrangeira.

4.4.2. Apoio do governo

O governo brasileiro é um interessado direto na solução da crise do setor, por ser um de seus principais credores. Deve participar das negociações por vislumbrar, com essa ação, uma saída para o setor, visto que a falência da Varig resultaria em prejuízos diretos aos cofres públicos, pois as estatais

Banco do Brasil, Infraero, BR Distribuidora e o INSS são os seus principais credores (CORREIO BRASILIENSE, 2003). Além disso, a falência de uma das duas maiores empresas de aviação civil poderia desestruturar o setor, provocando efeitos danosos à economia no que se refere a fatores socioeconômicos. Mas o governo já declarou que uma possível ajuda só sairá com a união das duas empresas. Caso contrário, nenhuma receberá ajuda ou incentivos públicos.

O governo deve indicar representantes para o conselho de administração para assegurar-se de que as medidas saneadoras sejam efetivamente implementadas.

O apoio do governo poderia vir na forma de financiamento direto à nova empresa criada, por meio de um aporte de capital de longo prazo via BNDES, desde que a nova empresa atingisse metas determinadas pelo governo. O aspecto socioeconômico que justificaria tal ação é que, mesmo com o risco de não recuperar esses empréstimos, o governo estaria contribuindo para a manutenção de parte, ou, num cenário mais pessimista, de 26 mil empregos diretos e provavelmente quatro vezes mais de indiretos.

4.4.3. Restrições e a legislação antitruste

O CADE, como forma de minimizar os impactos negativos sobre a livre concorrência, a exemplo do que foi feito na fusão da Antarctica com a Brahma em 2000, que resultou na criação da AmBev, poderia exigir a venda de uma das empresas controladas por um dos grupos, permitindo assim o ingresso de um novo competidor. No caso da AmBev, a exigência foi de que a Antarctica vendesse a marca de cerveja Bavária para um novo concorrente, ou a um que detivesse uma pequena participação de mercado, oferecendo-lhe infraestrutura operacional e de logística durante quatro anos para que se fixasse no mercado. Preservar-se-ia assim um mínimo de concorrência no segmento de cervejas e se permitiria a entrada de um novo competidor (CAMARGOS e BARBOSA, 2001).

No caso Tam–Varig, o CADE poderia impor um controle/acompanhamento dos preços das passagens, a manutenção de postos de trabalho por um determinado período pós-união, a manutenção de linhas e vôos, e exigir a venda de determinada marca/empresa, por exemplo aquelas que atuam no segmento de transporte de cargas ou de passageiros.

Certamente, as empresas mais cotadas para venda seriam a Rio–Sul Linhas Aéreas ou a Nordeste Linhas Aéreas, que juntas controlavam, em dezembro de 2002, 12,5% do mercado doméstico; ou até mesmo as duas, visto que ambas já unificaram suas malhas e poderiam, assim, ser fundidas, o que aumentaria o seu poder de atratividade para novos investidores.

Por outro lado, diante da situação estrutural e conjuntural, de um cenário não de competição, mas de sobrevivência das duas empresas, o CADE, assessorado pela SEAE e pela SDE, agindo dentro da legalidade, poderia autorizar a união das duas empresas sem impor maiores restrições que inviabilizassem a fusão, baseando-se no parágrafo 2º do artigo 54 da Lei nº 8.884/94, que autoriza concentrações de mercado quando existem dificuldades de sobrevivência em um setor da economia. É o chamado “cartel da crise”, segundo Ruy Coutinho, ex-presidente do CADE, e que nada mais é do que uma permissão temporária para que empresas de setores em sérias dificuldades façam fusões visando sair da crise. Trata-se de um dispositivo legal que já vem sendo utilizado para a solução de crises setoriais nos Estados Unidos (desde 1929), na Europa (desde 1957), no Japão e na Coréia (desde 1983) (BECK, 2003). Além desse fator legal, esses órgãos de controle poderiam justificar tal decisão apontando fatores de interesse para a economia nacional, com a argumentação de que o acordo/união traria eficiência econômica, não prejudicaria os consumidores e ainda abriria espaço para a entrada de novos concorrentes, mesmo com a alta concentração¹⁰.

Caso esses três órgãos aprovem a união das duas empresas, o mercado de aviação civil brasileiro entrará no grupo dos mais concentrados do mundo, pois, com os mais de 70% de mercado que ambas deterão, a participação da nova empresa ficará próxima da que detêm no mercado doméstico empresas líderes da Alemanha (79%), França (80%) e Austrália (80%), alguns dos países com o maior nível de concentração. Nos Estados Unidos, ao contrário, a maior empresa detinha 15% em 2001

¹⁰ O presidente do CADE, João Grandino Rodas, no dia em que foi anunciado o acordo operacional, disse que uma concentração do mercado, mesmo em porcentagem elevada, poderia ser liberada pelo órgão, caso ficassem comprovados os benefícios para o consumidor e para a economia brasileira (VALOR ECONÔMICO, 2003).

(BRANDÃO, 2003). É evidente que essa participação deve cair após a união, como consequência direta das sinergias da união, com o corte de rotas redundantes e redução do número de vôos, entre outras medidas.

Além disso, Tam e Varig poderiam se beneficiar de brechas na legislação antitruste brasileira, visto que esta não estabelece um teto máximo de concentração de mercado resultante de uniões empresariais, mas um teto mínimo, acima do qual a união passa pelo crivo dos órgãos competentes (20%). Dessa forma, o que ocorreu no caso AmBev poderá ocorrer na união Tam–Varig: a criação de uma empresa que detém mais de 70% de participação de mercado, o que representa quase um monopólio do setor.

Visando minimizar os impactos negativos da fusão, o governo poderia impor uma regulação maior à nova empresa, de forma que esta cumpra com todas as cláusulas acordadas no ato da união, e as empresas poderiam propor acordos de readmissão futura a funcionários que viessem a ser dispensados.

4.4.4. Papel do Banco Fator e das consultorias KPMG e Bain & Company

Essas três empresas devem atuar como facilitadoras do processo, em conjunto com equipes dos departamentos financeiros das duas empresas na fase de aproximação entre ambas. Devem efetuar os cálculos de viabilidade financeira, propor ações e estratégias pré, durante e pós-fusão, para manter informados todos os *stakeholders* da nova empresa. Nessa etapa do planejamento da união, um aspecto crucial a ser observado é a comunicação interna, visto que a possibilidade de concentração do negócio preocupa os funcionários, os quais temem que um enxugamento expressivo das operações resulte em um número elevado de demissões.

Assim, essas três empresas seriam as responsáveis pelas etapas de desenvolvimento da estratégia e de avaliação financeira, enunciadas no

Quadro 1, as quais deverão analisar e adequar a estrutura de capital das duas empresas, analisar dívidas (curto e longo prazos) e a participação de capitais de terceiros, avaliar os bens (tangíveis e intangíveis), analisar e quantificar possíveis sinergias financeiras e operacionais, estruturar um plano de negócios da nova empresa e auxiliar e intermediar uma possível obtenção de ajuda financeira no mercado ou junto ao governo.

4.4.5. Sinergias

As principais fontes das sinergias enunciadas no Quadro 2 seriam: 1) redução dos custos operacionais e administrativos, decorrente diretamente do corte de funcionários e de setores redundantes; 2) eliminação de ineficiências e melhoria nos processos; 3) ganhos de escala; 4) possível redução de preços ao consumidor; 5) melhoria da qualidade dos serviços prestados, em virtude do compartilhamento de tecnologia, *know-how* e *expertise* das duas empresas; 6) possibilidade de melhoria da frota e dos salários; 7) maior poder de barganha com fornecedores, credores e governo; 8) maior atratividade para investidores internos e externos (valorização acionária); 9) aumento do poder de monopólio; 10) compensações tributárias dos prejuízos dos últimos anos em anos futuros, no caso de a nova empresa passar a apresentar lucro operacional.

Analistas de mercado calculam que, com a fusão, a redução de custos das duas empresas poderá chegar a US\$ 80 milhões por ano (CARNEIRO, 2003).

4.4.6. Dificuldades e cuidados para com os diversos stakeholders das empresas

Em todas as etapas do processo de união as duas empresas devem primar pela transparência nas suas ações para com todos os *stakeholders*, evitando assim especulações e boatos que prejudiquem o seu andamento. O Quadro 4 descreve alguns cuidados a serem observados pelas empresas no decorrer desse processo.

Quadro 4: Cuidados por parte das empresas para com os seus stakeholders

Stakeholder	Pré-fusão	Durante	Pós-fusão
Funcionários	Devem ser confortados e informados sobre negociações e consequências diretas sobre seus empregos	Transparência nas mudanças do quadro funcional	Monitorar o clima organizacional e a motivação dos funcionários Transparência de objetivos e das novas diretrizes da empresa
Acionistas	Ser informados de todas as etapas, consequências e impactos em seus interesses, riqueza e participação na nova empresa	Ser informados sobre o andamento do processo e consultados sobre decisões estratégicas	Ser informados sobre os novos rumos e diretrizes da empresa e convocados a se engajarem, juntamente com a nova administração, no novo projeto
Fornecedores / Credores	Manter o fluxo de pagamentos e renegociar dívidas	Transparência nas mudanças das políticas de pagamento	Reinic平ar o fluxo de pagamentos e cumprir com os novos compromissos assumidos
Clientes	Manter o padrão dos serviços, política de preços e benefícios	Evitar quedas na qualidade dos serviços Transparência em relação aos serviços e procedimentos	Evitar tarifas abusivas e aumentar a qualidade de serviços e atendimentos
Governo	Ter transparência nos objetivos, sinergias e consequências para a sociedade/economia	Ter transparência nas negociações, que devem ser fundamentadas em cláusulas claras que beneficiem os diversos stakeholders	Cumprir todas as restrições impostas pelos órgãos competentes e os acordos firmados antes da fusão com todos os stakeholders
Sociedade em Geral	Manter empregos Mostrar preocupação com o desenvolvimento tecnológico, econômico e social do país	Ter transparência nas negociações Manter empregos Aumentar a comunicação com a sociedade	Tentar reduzir ao mínimo o impacto social das sinergias Trabalhar no intuito de aumentar a parcela da sociedade que utiliza os serviços do setor

Fonte: Elaborado pelos autores, com base nos dados analisados.

Em relação às dificuldades a serem enfrentadas, além da falta de recursos, destacam-se as divergências e incompatibilidade entre os estilos de gestão, visto que um dos obstáculos internos a serem superados pelas duas empresas será a definição do estilo de gestão da nova empresa, no caso de uma fusão, pois as duas empresas são administradas de forma distinta. A Tam possui uma gestão mais enxuta e eficiente, mais arrojada, e é controlada por um conselho familiar com executivos de mercado. A Varig possui uma gestão mais tradicional, pautada pelo corporativismo na solução de problemas financeiros, por ser gerenciada pela Fundação Ruben Berta, que detém 87% de suas ações. Seu quadro diretivo é composto de 200 funcionários, que elegem membros para cada conselho curador. Tais diferenças explicam o porquê da situação atual das duas empresas. A Varig vem enfrentando problemas estruturais, agravados pela situação atual do mercado, enquanto

a Tam, em situação financeira melhor, vê-se em dificuldades na conjuntura atual do mercado. Essa incompatibilidade já está dificultando o andamento do processo, pois existe um grupo de dirigentes da Fundação Ruben Berta que é contrário à união da Varig com a Tam.

Considerando-se a situação atual das empresas, o mais provável é que a Tam venha a imprimir seu estilo de gestão à nova empresa, visto que está menos endividada e tem maior valor de mercado que a Varig.

Podem-se vislumbrar vários impactos sobre o consumidor, dentre eles a redução do número de linhas e de vôos, maior facilidade na combinação de preços (cartel) por parte das empresas e menos opções de escolha.

Para a economia, pode-se destacar o aumento do número de desempregados de difícil absorção, em

virtude da redução do número de empresas do setor e, consequentemente, dos postos de trabalho.

A concorrência, além de ter que competir de forma desigual com uma empresa de porte muito maior que quase monopolizaria o setor, teria o seu poder de barganha reduzido com seus fornecedores, credores e governo, e precisaria fazer um maior esforço de *marketing* (maiores gastos) para manter ou ampliar sua participação de mercado.

Os fornecedores, além de uma demanda menor, teriam o seu poder de barganha com a nova empresa reduzido.

Os funcionários poderiam ter que enfrentar possível redução no número de postos de trabalho e demissões¹¹, além de uma provável redução no número de horas trabalhadas, consequências naturais de uniões empresariais do tipo horizontal.

4.4.7. Análise financeira da união e aspectos contábeis

Um parecer sobre a viabilidade financeira da empresa ainda demanda uma avaliação do desenrolar dos fatos no futuro próximo e de como a união será concretizada, mas podem-se identificar alguns obstáculos a serem superados, tal como a dificuldade de adequação da estrutura de capital das duas empresas. Além disso, conforme assinalado sobre as possíveis sinergias, a união das duas empresas provavelmente resolveria problemas relacionados aos custos operacionais, mas não os problemas relacionados ao endividamento. Assim, a união só seria viável financeiramente se houvesse um aporte expressivo de recursos para sanar esse problema, o que poderia ser feito por meio de financiamentos de longo prazo do governo (via BNDES) ou do mercado de capitais, via lançamento de ações e de debêntures conversíveis para a nova empresa, caso o mercado percebesse como positiva a união.

A questão contábil a ser resolvida, tratando-se de uma fusão, é o peso de cada empresa na troca de ações, visto que o critério a ser utilizado na união deve ser a comunhão de interesses. O peso de cada empresa dependerá de como será feita a avaliação

do valor de cada uma. Se for adotado o critério de valoração pelo patrimônio líquido ou pelo método do fluxo de caixa, a Tam levará mais vantagem e terá maior peso na união, ao passo que se a avaliação for feita pela capacidade de geração de caixa (faturamento), a Varig provavelmente terá um peso maior na união.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo procedeu a uma análise da provável fusão Tam–Varig, abordando aspectos estratégicos, mercadológicos e financeiros, para identificar suas características e possíveis impactos sobre os diversos *stakeholders* das duas empresas.

Diante dos problemas estruturais e conjunturais enfrentados pelas empresas aéreas brasileiras, os quais têm resultado em prejuízos operacionais e falta de liquidez e de solvência das empresas analisadas, a união (fusão ou criação de uma *holding*) parece ser a solução mais plausível, visto que manteria o transporte nas mãos de empresas brasileiras, além de evitar que as duas empresas viessem a falir, a Varig no curto prazo e a Tam a médio prazo, conservando a situação econômico-financeira atual.

A união entre as duas empresas, seja pela criação de uma *holding*, seja por meio de uma fusão, pode ser interpretada, caso se concretize, como uma fusão defensiva pois, por um lado, parece ser a saída mais viável para a Varig, dada a sua maior fragilidade em relação à Tam, e, por outro, resolve em parte o problema da crise do setor e evita a falência das duas maiores empresas aéreas do país. Em um contexto mais amplo, a união das duas empresas pode ser uma questão de sobrevivência das empresas e do setor no mercado interno.

A fusão resultaria em uma empresa nacional, com melhores condições para competir no mercado internacional e proporcionar um maior desenvolvimento econômico e tecnológico ao país no segmento. Além disso, a solução da crise do setor poderia alavancar o potencial turístico dessa atividade, aumentar o desenvolvimento tecnológico, melhorar a concorrência das empresas brasileiras no exterior, angariando divisas em moeda estrangeira.

O governo brasileiro deve ter uma atuação decisiva nas negociações para encontrar uma saída para o setor, visto que a falência da Varig resultaria

¹¹ Desde 2000 já houve cinco mil demissões de aeronautas e aeroviários na Varig, dos quais mil apenas no ano passado, com a integração das malhas da Varig com as da Rio-Sul e Nordeste. (AGÊNCIA REUTERS, 2003).

em prejuízos diretos aos cofres públicos. Além disso, a falência de uma das duas maiores empresas de aviação civil poderia desestruturar todo o setor, provocando efeitos negativos na economia, especialmente em fatores socioeconômicos.

Do ponto de vista mercadológico e legal, as duas empresas poderiam se beneficiar de brechas na legislação antitruste brasileira e conseguir a aprovação da união sem maiores restrições, o que resultaria na criação de uma empresa que deteria mais de 70% de participação de mercado, representando quase um monopólio do setor.

As principais dificuldades a serem enfrentadas seriam o choque entre culturas corporativas, falta de recursos para viabilizar o negócio, divergências e incompatibilidade entre estilos de gestão, além da indefinição sobre qual delas prevaleceria após a união. Pela análise da situação das empresas, provavelmente a Tam imprimirá seu estilo de gestão enxuto e mais eficiente, visto que está menos endividada e tem maior valor de mercado que a Varig.

Em todas as etapas do processo de união as duas empresas devem primar pela transparência nas suas ações para com todos os *stakeholders*, evitando assim especulações e boatos que possam prejudicar o andamento das negociações.

Do ponto de vista financeiro, podem-se enumerar alguns obstáculos a serem superados, tais como a dificuldade de adequação da estrutura de capital das duas empresas e a dificuldade de saneamento das dívidas, dado que as possíveis sinergias resolveriam parte dos problemas relacionados aos custos operacionais, mas não os relativos ao endividamento. Além disso, as empresas certamente encontrarão dificuldades para resolver a questão contábil, no caso de fusão, visto que, dependendo do critério utilizado de avaliação do valor de cada empresa, uma poderá levar vantagem sobre a outra.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA REUTERS. *Véu da fusão*. Rio de Janeiro, 11 mar. 2003. Disponível em: <<http://about.reuters.com/brazil/>>. Acesso em: 13 abr. 2003.

ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003. 616 p.

BECK, M. Brecha na lei facilita fusão Varig-Tam. *O Globo*. Rio de Janeiro, 10 fev. 2003. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com>>. Acesso em: 12 fev. 2003.

BOVESPA. *Empresas*: níveis de governança corporativa. São Paulo, 02 fev. 2003. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 10 abr. 2003.

BRANDÃO JR., N. Fusão Varig-Tam vai exigir controle adicional. *O Estado de São Paulo*. São Paulo, Disponível em: <<http://www.estadao.com.br>>. Acesso em: 3 abr. 2003.

BRASIL. Lei n. 8.884, de 11 de junho de 1994. Dispõe sobre a defesa da concorrência. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 1994. 26 p.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Princípios de finanças empresariais*. 3. ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1995. 924 p.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. AmBev: fusão Antarctica/Brahma, uma necessidade estratégica e seus impactos. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 25, 2001, *Anais...* Campinas: ANPAD, set. 2001. 15 p.

CARNEIRO, M. Decolagem em vôo duplo. *Veja*, ed. 1.789, 12 fev. 2003. Disponível em <http://veja.abril.com.br/120203/p_074.html>. Acesso em: 14 abr. 2003.

CORREIO BRASILIENSE. *Últimas notícias*: informações sobre o acordo Tam-Varig. Brasília, 08 fev. 2003. Disponível em: <<http://www2.correioweb.com.br>>. Acesso em: 08 fev. 2003a.

CORREIO BRASILIENSE. *Últimas notícias*: informações sobre o acordo Tam-Varig. Brasília, 11 fev. 2003. Disponível em: <<http://www2.correioweb.com.br>>. Acesso em: 11 abr. 2003b.

DEPARTAMENTO DE AVIAÇÃO CIVIL. *Anuários econômicos do transporte aéreo*. Disponível em: <<http://www.dac.gov.br>>. Acesso em: 10 mar. 2003.

DODD, P. Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 8, n. 2, p. 105-137, Jun. 1980.

GAZETA MERCANTIL. *Newslatter Gazeta Mercantil*. São Paulo, 14 abr. 2003. Disponível em: <<http://www.gazeta.com.br/pt/default.aspx>>. Acesso em: 17 abr. 2003.

HELPFERT, E. A. *Técnicas de análise financeira: um guia prático para medir desempenho dos negócios*. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000. 411 p.

HIRSHEY, M. Merger, buyouts and fakeouts. *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v. 76, n. 2, p. 317-321, May 1986.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover. *The American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v. 76, n. 2, p. 323-29, May 1986.

LUNA, D. Colapso financeiro tira poder da Varig na fusão. *Agência Reuters*. Rio de Janeiro, 13 mar. 2003. Disponível em: <<http://about.reuters.com/brazil/>>. Acesso em: 13 mar. 2003.

MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, Chicago: University of Chicago, v. 73, n. 2, p. 110-20, Apr. 1965.

RAPPAPORT, A. *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*. 2. ed. New York: The Free Press, 1998. 205 p.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.

SCHERER, F. M; ROSS, D. *Industrial market structure and economic performance*. 3. ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 1990. 713 p.

TRICHES, D. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre firmas no Brasil. *Revista de Administração*, São Paulo: USP/FEA, v. 31, n. 1, p. 14-31, jan. / mar. 1996.

VALOR ECONÔMICO. *Notícias em tempo real*. São Paulo, 25 fev. 2003. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br>>. Acesso em: 25 fev. 2003.

WAACK, R. S. Fusões e aquisições na indústria farmacêutica-veterinária. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo: PPGA/FEA/USP, v. 7, n. 3, jul.-set. 2000.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. *Fundamentos da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000. 1.030 p.

7. OBRAS CONSULTADAS

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 1976. 108 p.

TAM. Disponível em: <<http://www.tam.com.br>>. Acesso em: 13 de abr. de 2003.

VARIG. Disponível em: <<http://www.varig.com.br>>. Acesso em: 13 de abr. de 2003.