

***INSTITUTO TECNOLÓGICO DE AERONÁUTICA***



**Yuri Tavares Kretzmann**

Estudo da Mudança de Restrição de Participação de Capital  
Estrangeiro nas Companhias Aéreas Brasileiras

*Trabalho de Graduação*  
*Ano 2007*

***Civil-Aeronáutica***

Yuri Tavares Kretzmann

**ESTUDO DA MUDANÇA DE RESTRIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO DE  
CAPITAL ESTRANGEIRO NAS COMPANHIAS AÉREAS BRASILEIRAS**

Orientador

Prof. Dr. Alessandro Vinícius Marques de Oliveira

**Divisão de Engenharia Civil-Aeronáutica**

SÃO JOSÉ DOS CAMPOS

COMANDO-GERAL DE TECNOLOGIA AEROESPACIAL

INSTITUTO TECNOLÓGICO DE AERONÁUTICA

2007

## **Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)**

### **Divisão de Informação e Documentação**

Kretzmann, Yuri

Estudo da Mudança de Restrição de Participação de Capital Estrangeiro nas Companhias Aéreas Brasileiras / Yuri Tavares Kretzmann.

São José dos Campos, 2007.

50f.

Trabalho de Graduação – Divisão Engenharia Civil-Aeronáutica – Instituto Tecnológico de Aeronáutica, 2007. Orientador: Prof Dr. Alessandro Vinícius Marques de Oliveira.

1. Transporte Aéreo. 2. Regulação. 3. Restrição de Investimentos. I. Comando-Geral de Tecnologia Aeroespacial. Instituto Tecnológico de Aeronáutica. Divisão de Engenharia Civil-Aeronáutica. II. Estudo da Mudança de Restrição de Participação de Capital Estrangeiro nas Companhias Aéreas Brasileiras

## **REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA**

**KRETZMANN, YURI; Estudo da Mudança de Restrição de Participação de Capital Estrangeiro nas Companhias Aéreas Brasileiras. 2007. 50f. Trabalho de Conclusão de Curso. (Graduação) – Instituto Tecnológico de Aeronáutica, São José dos Campos.**

## **CESSÃO DE DIREITOS**

NOME DO AUTOR: Yuri Tavares Kretzmann

TÍTULO DO TRABALHO: Estudo da Mudança de Restrição de Participação de Capital Estrangeiro nas Companhias Aéreas Brasileiras

TIPO DO TRABALHO/ANO: Graduação / 2007

É concedida ao Instituto Tecnológico de Aeronáutica permissão para reproduzir cópias deste trabalho de graduação e para emprestar ou vender cópias somente para propósitos acadêmicos e científicos. O autor reserva outros direitos de publicação e nenhuma parte desta monografia de graduação pode ser reproduzida sem a autorização do autor.

---

Yuri Tavares Kretzmann

Rua Prof. Vahia de Abreu, 383 – apto. 142

04549-002 – São Paulo – SP

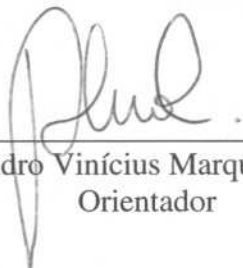
**ESTUDO DA MUDANÇA DE RESTRIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO DE CAPITAL  
ESTRANGEIRO NAS COMPANHIAS AÉREAS BRASILEIRAS**

Essa publicação foi aceita como Relatório Final de Trabalho de Graduação



---

Yuri Tavares Kretzmann  
Autor

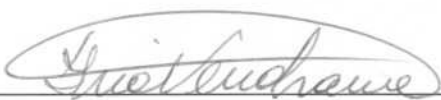


---

Prof. Dr. Alessandro Vinícius Marques de Oliveira (ITA)  
Orientador

---

Prof. Dr. Carlos Müller  
Relator



---

Profa. Dra. Iria Fernandes Vendrame  
Coordenadora do Curso de Engenharia Civil-Aeronáutica

Dedico este trabalho a meus pais e aos amigos que fiz ao longo destes 6 anos de ITA.

## **Agradecimentos**

Agradeço ao orientador, prof. Dr. Alessandro Vinícius Marques de Oliveira, por sua plena disponibilidade, franqueza e honestidade.

*The test of a first-rate intelligence is the ability  
to hold two opposed ideas in the mind at the  
same time and still retain the ability to function.*

F. Scott Fitzgerald

## **Resumo**

Este trabalho destina-se a fornecer uma visão clara das conseqüências diretas da mudança de restrição de capital estrangeiro no contexto brasileiro. Para tanto, foram analisados os cenários e contextos de algumas nações que passaram por mudanças em suas leis, ressaltando a vulnerabilidade da lei brasileira através de uma retrospectiva da compra da Varig. As conseqüências diretas qualitativas são seguidas por uma análise financeira baseando-se no valor de mercado das empresas para estimar o impacto de uma eventual mudança na lei.



## **Abstract**

This work aims to analyze the consequences of changing the foreign capital restriction in Brazilian airlines. Other countries' legislations and situations were studied and local law vulnerability and flaws are shown as the process of Varig acquisition is shown. The qualitative consequences are followed by a quantitative analysis to measure the financial impact of a change in foreign capital restriction in terms of selected airlines market values.

# Sumário

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
<b>2. A RESTRIÇÃO EM OUTROS PAÍSES .....</b>	<b>12</b>
2.1. A política americana para companhias aéreas .....	13
2.2. A política da União Européia .....	15
2.3. A diminuição de restrições .....	16
2.4. Conferência Mundial de Transporte Aéreo em 2003 .....	17
2.5. As causas das restrições de controle e capital .....	17
<b>3. O CONTROLE DECISÓRIO .....</b>	<b>18</b>
3.1. A Governança Gerencial.....	19
3.2. A Governança Familiar.....	20
3.3. A Governança Acionária .....	21
3.3.1. Participação Acionária de Funcionários .....	21
3.3.2. Participação Acionária de Bancos .....	21
3.3.3. Participação Acionária de Outras Companhias Aéreas .....	22
<b>4. O CONTEXTO NACIONAL .....</b>	<b>22</b>
4.1. A Venda da Varig .....	24
4.2. A Gol na Argentina e México.....	32
<b>5. IMPACTO FINANCEIRO .....</b>	<b>33</b>
5.1. Modelo de Cálculo.....	35
5.2. Estimativa para a TAM.....	39
5.2.1. Análise de Cenários Alternativos .....	40
5.3. Estimativa para a Gol.....	41
5.3.1. Análise de Cenários Alternativos .....	41
5.4. Análise dos Resultados .....	42
<b>6. CONCLUSÕES .....</b>	<b>43</b>
<b>7. GLOSSÁRIO .....</b>	<b>46</b>
<b>8. BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>47</b>
<b>9. ANEXO 1: A LEI 7.565/1986 CAPÍTULO III SEÇÃO I.....</b>	<b>50</b>

# 1. INTRODUÇÃO

O atual Código Brasileiro de Aeronáutica (Lei 7.565 de 19 de dezembro de 1986) impõe uma restrição máxima de 20% de capital estrangeiro na composição do capital votante de uma empresa aérea. O código, datado de 1986, é nitidamente anacrônico por não tratar de pontos importantes na atualidade. Além da questão do capital estrangeiro máximo, que vem levantando discussões nos últimos meses, o código não prevê uma série de condutas específicas para a política de *overbooking* em termos de direitos do consumidor. Há variadas políticas de limitação de presença de capital estrangeiro em outros países, como observado no Gráfico 1.

Este trabalho discute especificamente alguns pontos relacionados à restrição de capital estrangeiro, abordando o histórico das transações envolvendo a empresa Varig – processo em que muito se discutiu este tema – e as conseqüências de uma eventual mudança na lei.

Á época da elaboração do Código Brasileiro de Aeronáutica, há 20 anos atrás, o cenário de crescimento econômico no mercado aéreo nacional não vislumbrava a necessidade de inserção de capital estrangeiro, por alguns motivos:

- As companhias aéreas da época não tinham uma política de corte de custos e oferta de tarifas acessíveis à massa, o que restringia o acesso ao transporte aéreo, ocasionando baixo crescimento do setor;
- As empresas aéreas (principalmente a Varig) tinham um *lobby* forte no congresso e com os militares e possivelmente determinaram a presença de capital estrangeiro a seu favor;
- O transporte aéreo não ocupava um lugar de destaque no setor de transportes como ocupa atualmente.

Com a crescente agilidade do mercado aéreo ocasionada pela desregulamentação do setor, empresas aéreas surgiram e cresceram, algumas praticando o conceito *low cost* (companhias que em geral oferecem tarifas baixas em troca da ausência de muitos serviços e características tradicionais), já amplamente utilizado no exterior. O novo ambiente de mercado trouxe queda de tarifas e aumento de demanda. Este novo cenário levou à falência algumas empresas aéreas e impôs uma nova dinâmica ao setor, ditando necessidades como:

- Eficiência operacional
  - Custos: todas as empresas aéreas foram forçadas a cortar custos em todos os passos da cadeia produtiva;
  - Gerenciamento de receita: mecanismos de gerenciamento de tarifas foram aperfeiçoados de modo a utilizar da melhor forma possível a disponibilidade do passageiro de pagar;
  - Alocação de rotas: rotas de baixa receita foram eliminadas e a prova disso é que hoje menos cidades são servidas;
  
- Contínua reavaliação estratégica: não é mais possível desenvolver uma estratégia de longo prazo.

## **2. A RESTRIÇÃO EM OUTROS PAÍSES**

Alguns aspectos relativos à restrição de capital estrangeiro em companhias aéreas em diversas nações merecem atenção:

- Como as regras de restrição de capital têm se desenvolvido e como governos e companhias têm respondido;
- Exemplos de casos famosos envolvendo decisões do DOT (Department of Transportation, agência regulatória de transportes dos E.U.A.) e a política de céus abertos dos Estados Unidos;
- Análise das influências das decisões da Corte de Justiça Européia em acordos de céus abertos e do recente mandato da Comissão Européia;
- Diretivas para amenizar as leis de restrição de capital sob acordos bilaterais, multilaterais e plurilaterais;
- Soluções práticas da ICAO (Organização Internacional de Aviação Civil) expressas na Conferência Mundial de Transporte Aéreo

Atualmente, a restrição de capital estrangeiro nas companhias aéreas é a maior barreira para se atingir um mercado aéreo plenamente liberalizado<sup>[1]</sup>. Desde que Reino Unido e Estados

Unidos assinaram o primeiro acordo das Bermudas, em 1946, praticamente todos os acordos bilaterais entre nações restringem a operação de companhias aéreas àquelas cujo controle está em mãos nacionais. Tais restrições são mostradas no Gráfico 1.

Os objetivos em particular de restrições de capital de companhias aéreas variam de nação a nação e são influenciados pelas políticas econômicas, tamanho territorial, localização geográfica, grau de desenvolvimento, política externa, entre outros.

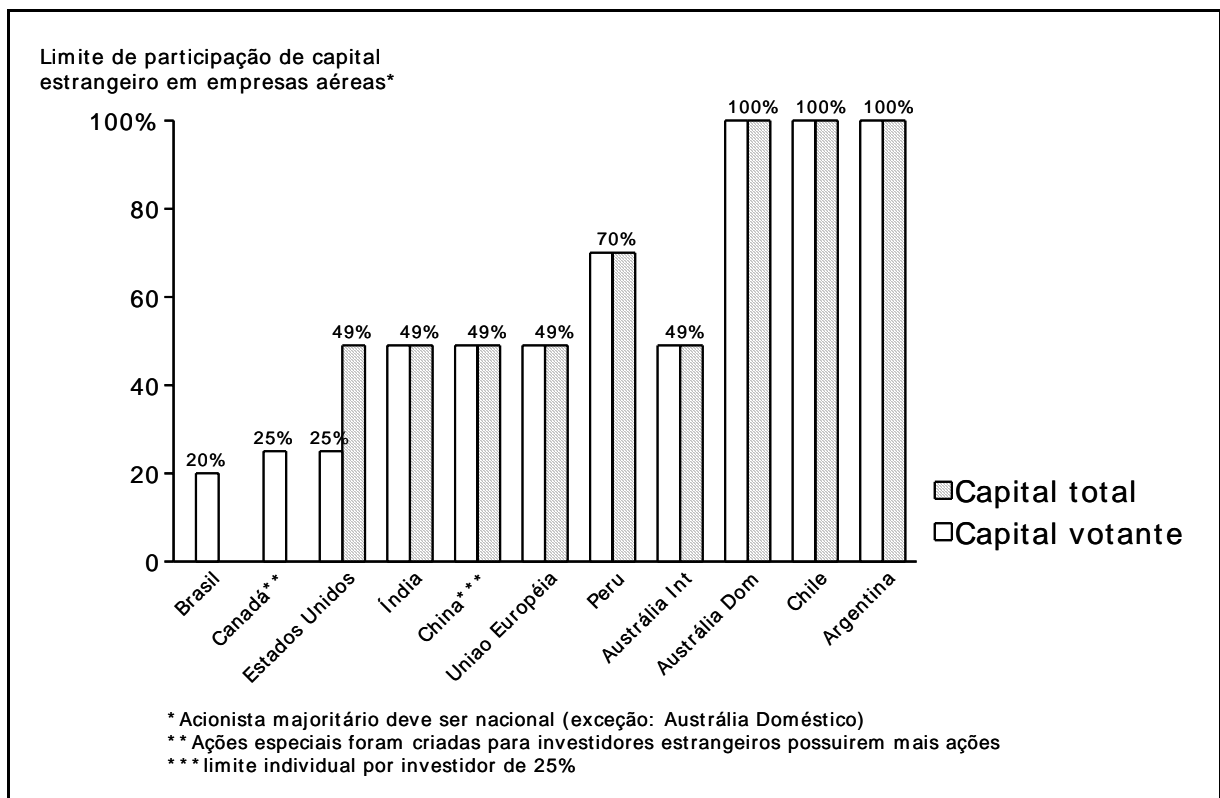


Gráfico 1: Restrições de capital nos diversos países<sup>[1]</sup>.

## 2.1. A política americana para companhias aéreas

Desde meados de 1970, a política de restrição de capital e controle de companhias aéreas tem sido usada rigidamente pelo Comitê de Aviação Civil (*Civil Aeronautics Board – CAB*)<sup>[2]</sup>. Contudo, o órgão de controle máximo de transportes, DOT (*Department of Transportation*) deixa claro que simplesmente seguir a restrição do máximo de 25% de capital votante estrangeiro, estabelecida pelo *Federal Aviation Act* de 1958, não é suficiente para garantir à companhia aérea o direito de operar em solo americano. Isto porque o comitê entende que outras formas de controle (possessão de capital não-votante ou dívidas) devem ser analisadas.

Alguns casos de destaque ilustram o julgamento do DOT em diferentes situações. Em 1971, um cidadão sueco chamado Willye Peter Daetwyler solicitou autorização para operar sua empresa, a D.B.A. InterAmerican Airfreight, o qual tinha 25% de capital votante. Mesmo estando dentro dos limites de capital estrangeiro impostos pelo Federal Aviation Act e tendo dois terços dos diretores e gerentes sendo cidadãos americanos, o CAB vetou sua autorização por entender que Peter Daetwyler estava em uma posição de controle dentro da empresa<sup>[1]</sup>.

Outro caso bastante peculiar foi a venda de parte da Northwest para a KLM, em 1989. Na transação inicial, a KLM iria comprar 56,74% do capital da Northwest. Apesar de algumas modificações no contrato e a diminuição da participação para 49%, o DOT autorizou a transação, que precedeu um acordo de céus abertos com a Holanda em 1992. Apesar da clara exceção, a participação da KLM não durou muito. Após alguns embates judiciais, a KLM vendeu de volta sua participação mantendo os acordos bilaterais estabelecidos em 1992 e a aliança estratégica com a companhia. Este é um claro exemplo de como a lei pode ser interpretada a favor de um determinado interesse. Neste caso, um acordo bilateral de céus abertos entre E.U.A. e Holanda.

Ao longo dos anos, várias emendas ao Federal Aviation Act foram propostas. Além do simples aumento de 25% para 49%, em 1993 uma emenda que sugeria uma lista de fatores a serem considerados, tais como a condição financeira da companhia, o efeito da compra em funcionários e concorrentes, a possibilidade do participante estrangeiro ser uma estatal, o nível de controle e a presença de oportunidades equivalentes no país de origem do comprador. Em 1993, o presidente Bill Clinton montou uma comissão que chegou à mesma conclusão já proposta anteriormente: abrandar a restrição à 49%, com as condições de haver oportunidades equivalentes aos E.U.A. no país de origem do comprador e que este não fosse estatal.

Um importante documento assinado por Carter em 1978 declarava o interesse americano de negociar e renegociar acordos bilaterais de ASA (Air Service Agreements). Acordos de serviços aéreos são contratos que lidam com a autorização de operação de companhias aéreas (passageiros e/ou carga) entre dois ou mais países. O primeiro foi feito com a Holanda ainda em 1978, que eliminava restrições de capacidade e frequência, direitos sobre rotas e flexibilização de tarifas. Ainda em 1978, Bélgica e Alemanha assinaram acordos semelhantes.

Daí a 1980 alguns países asiáticos assinaram tratados nos mesmos moldes: Coreia, Filipinas, Cingapura e Tailândia.

Em março de 1992, a política de acordos de “céus abertos” dos Estados Unidos foi anunciada, sendo o primeiro acordo assinado com a Holanda, apenas dois meses antes de um importante pacote de medidas unificadoras da União Européia ser lançado. Tal acordo representou uma clara tentativa dos Estados Unidos de dividir a União Européia e angariar outras assinaturas pouco a pouco, membro a membro. Até 1995, 11 países europeus já haviam assinado acordos de “céus abertos” com os Estados Unidos como forma de permitir que suas companhias aéreas pudessem gozar de livres alianças com companhias americanas como forma de aumentar sua oferta de rotas. A partir de 1995, o foco desses acordos voltou-se à Ásia. Em abril de 1997, Cingapura foi a primeira nação a assinar este tipo de acordo, seguido por Brunei, Taiwan, Malásia, Nova Zelândia e Coreia do Sul<sup>[1]</sup>. Até o fim de 2002, os Estados Unidos já tinham estabelecido acordos de céus abertos com 59 nações.

## **2.2. A política da União Européia**

A União Européia sempre foi contrária aos acordos de “céus abertos” entre Estados Unidos e países membros por acreditar que tais acordos fragmentam o mercado europeu de aviação civil<sup>[1]</sup>. Os poderes de negociação da Comissão Européia sempre foram limitados e em 1998 esta adquiriu plenos direitos para acionar juridicamente Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, Alemanha, Luxemburgo e Suécia, seguido em 1999 por França, Holanda, Itália e Portugal, por entender que tais tratados feriam direitos de companhias locais sob o respaldo da União Européia pelo simples e plausível motivo que as companhias só poderiam operar rotas cujo destino final estava em seu território – algo incoerente quando trata-se de um bloco econômico como a União Européia.

O Comitê de Justiça da União Européia definiu, ainda em 1992, que companhias com sede, controle e capital internos ao bloco poderiam voar de e para quaisquer destinos dentro do grupo.

Em 2003, o Ministério dos Transportes da União Européia centralizou a negociação de ASAs com a intenção de substituir os acordos bilaterais de “céus abertos” por um único acordo envolvendo uma “área livre” através de um tratado único entre Estados Unidos e o bloco.

Segundo a Associação das Companhias Aéreas Européias, um acordo de “área livre” entre Estados Unidos e União Européia – em que qualquer companhia dos acordantes poderia servir qualquer par de aeroportos nos continentes – iria expandir o mercado de aviação, gerando uma demanda extra de 17 milhões de passageiros e novos empregos à ambos os lados.

Os acordos foram bem recebidos por ambas as partes e a primeira companhia americana a se manifestar a respeito foi a American Airlines, valorizando o acordo como forma de abrir novos mercados, como Espanha e Grécia. A mesma companhia expressava-se favorável à revisão da restrição de capital estrangeiro alegando que tal medida geraria novos investimentos, aprofundaria alianças estratégicas e traria um novo fôlego de inovação e tecnologia à indústria. Assim, investimento, integração e inovação iriam trazer às companhias a oportunidade de fornecer serviços atrativos e a preços competitivos, compensando os acionistas.

Em 2003 o próprio Departamento de Transportes americano (supracitado DOT) se mostrou favorável a um acordo deste tipo, propondo ainda ao congresso o abrandamento da restrição de capital estrangeiro de 25% para 49% com os argumentos de alinhar as políticas com a União Européia e facilitar a penetração de companhias americanas em novos mercados<sup>[1]</sup>. Contudo, não esperava-se que um acordo seria fechado até 2006, quando questões mais amplas abrangendo segurança e competição seriam analisadas a fundo.

### **2.3. A diminuição de restrições**

A ICAO recomendou, em 1997, que as cláusulas de ASAs restringindo a nacionalidade das companhias aéreas fossem substituídas por restrições aos “principais locais de operação”<sup>[3]</sup>. Além disso, a própria ICAO gerou soluções pragmáticas, criando modelos de cláusulas a serem adotadas pelos países membros em seus acordos bilaterais.



A Nova Zelândia foi o primeiro país a abrandar suas restrições para operações domésticas, seguido da Austrália. Nesses casos, as empresas controladas por estrangeiros que operam no país são obrigadas a seguir os mesmos procedimentos de segurança que todas as outras. Tal preocupação com segurança é justamente a questão delicada nos dias atuais quando se fala em livre investimento estrangeiro em companhias de outros países e o encarregado de supervisionar e dar suporte à tais medidas é a ICAO.

## **2.4. Conferência Mundial de Transporte Aéreo em 2003**

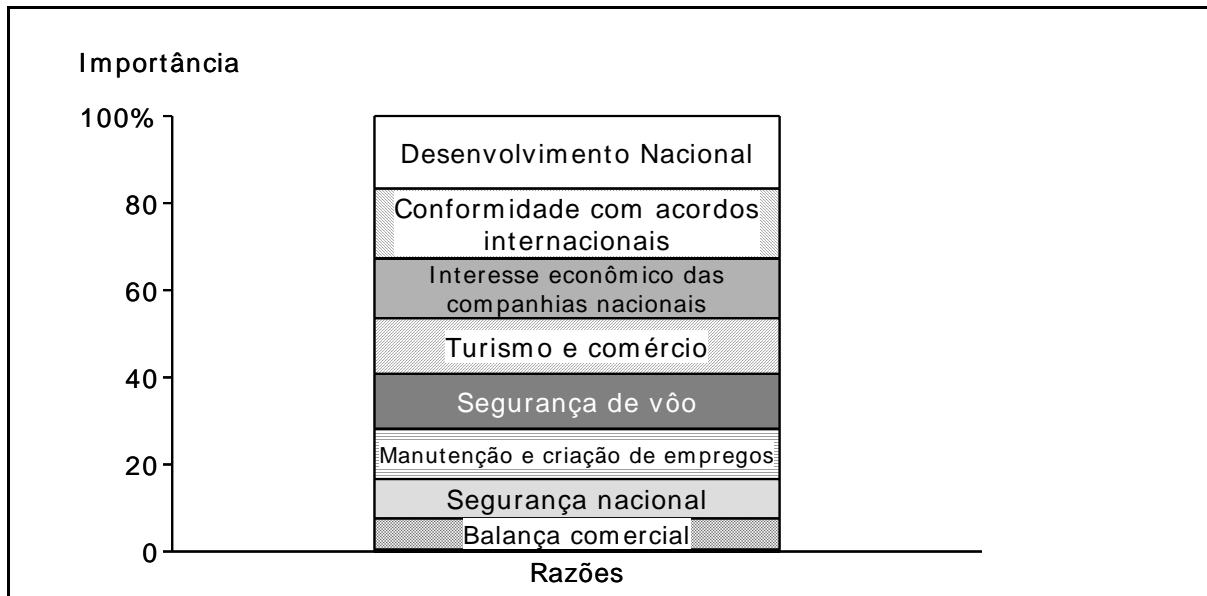
Da Conferência Mundial de Transporte Aéreo em 2003<sup>[1]</sup> obteve-se uma série de conclusões, endossadas pela ICAO. As principais foram:

- (a) O crescimento da liberalização, privatização e globalização trazem a necessidade de modernização regulatória como forma de agilizar a reação das companhias aéreas a cenários cada vez mais dinâmicos;
- (b) Há uma sinalização mundial da ciência de tais necessidades. A forma de implementar a liberalização do Mercado aéreo tem duas formas: uma súbita e outra gradual, na forma de análises extensivas a respeito de critérios já discutidos neste trabalho.
- (c) Há uma necessidade paralela de políticas flexíveis associadas às mudanças de restrição de forma permitir que cada nação acompanhe as mudanças de forma não prejudicial;
- (d) Qualquer que seja a velocidade de liberalização, as exigências de segurança em todas as nações devem continuar as mesmas.
- (e) No processo de liberalização, os Estados devem garantir que o impacto sócio-econômico seja apropriadamente identificado;
- (f) As nações podem liberalizar seus mercados de formas distintas: unilateralmente, bilateralmente, regionalmente, plurilateralmente ou multilateralmente;

## **2.5. As causas das restrições de controle e capital**

Os Estados tentam manter suas razões para não alterar as restrições de controle e capital na incerteza de que as companhias estrangeiras sirvam os interesses e propósitos do mercado

local. De acordo com o relatório da ICAO “Survey of Contracting States” de maio de 2001<sup>[1]</sup>, o desenvolvimento econômico é citado como a razão mais importante para a manutenção das restrições atuais. Conformidade com acordos internacionais é a segunda, conforme mostra o Gráfico 2.



**Gráfico 2:** Razões para a manutenção das restrições de controle e capital de companhias aéreas em diversos países <sup>[1]</sup>.

### 3. O CONTROLE DECISÓRIO

Apesar de diversos países terem desregulamentado o setor aéreo, muitos insistem em políticas de restrição de capital estrangeiro. Pesquisas recentes mostram que muitos países mantêm tais restrições por acreditarem que elas promovem desenvolvimento econômico e turístico, retêm capital e previnem o desemprego no setor, além do setor estar dentro da agenda estratégica de segurança nacional<sup>[4]</sup>.

Olhando a questão sob uma perspectiva financeira e mercadológica, mudanças do setor em diversos países – em especial desregulamentações e privatizações – trouxeram novas exigências de excelência operacional e eficiência estratégica ao mercado, sendo comum

falências, reestruturações, fusões e aquisições. Essa nova realidade mudou definitivamente a estrutura de governança corporativa das companhias aéreas.

Entre a Convenção de Chicago de 1944 e o Ato de Desregulamentação do setor aéreo americano de 1978, dois modelos eram predominantes mundialmente. Nos Estados Unidos, uma governança corporativa na forma gerencial já era comum, contudo sob estrita regulamentação de tarifas, capacidade e rotas de um comitê governamental. No restante dos países, o modelo amplamente utilizado era o estatal, onde companhias aéreas controladas por governos viviam sob prejuízo financeiro, ineficiência operacional e descompasso com o mercado.

A liberalização do mercado financeiro trouxe instrumentos de participação acionária variados, que estimularam o investimento em diversos setores da economia, inclusive o aéreo. Nesta nova era, o controle exercido por burocratas e interesses políticos passa às mãos dos investidores que, para garantir rentabilidade de seus investimentos, passaram a acompanhar os resultados das companhias aéreas de perto.

### **3.1. A Governança Gerencial**

Neste modelo, a gerência estratégica e operacional da companhia aérea é deixada a cargo de executivos teoricamente encarregados de servir os interesses de acionistas com capital pulverizado. Evidentemente, sem uma representação forte, tais acionistas ficavam a mercê de decisões e interesses pessoais dos executivos. Com o papel de garantir o retorno econômico de seus cotistas por meio de uma representação forte, os investidores institucionais (fundos de pensão ou investimento, por exemplo) tornaram-se comuns e obtiveram poder deliberativo junto às companhias. Tal poder tornou-se fato quando investidores institucionais passaram a tomar atitudes agressivas, muitas vezes inconvenientes por envolverem vultuosas somas de capital por conta de trocas de alto escalões das companhias. Para evitar possíveis desalinhamentos, os próprios executivos passaram a tratar com zelo dos interesses dos acionistas buscando manter suas posições<sup>[4]</sup>.

A grande vantagem deste sistema corporativo é garantir o fácil acesso das companhias ao mercado financeiro para atrair capital. Mas, para atraí-lo é necessário dar aos investidores e analistas de fundos motivos financeiros para tanto. O cuidado e responsabilidade de remuneração do capital alheio geraram medidas de controle que descentralizaram o poder e trouxeram transparência às decisões das companhias aéreas, sob pena de prejudicar a liquidez de seus papéis e fuga de capital.

O crescimento almejado pelas companhias aéreas atingiu limites além de seus países e materializou-se na forma de alianças globais, previstas pelo CEO da Scandinavian Airlines, Jan Carlson, em 1985. Tais alianças foram inicialmente vistas como o primeiro passo rumo à liberalização do setor no tocante à participação de capital estrangeiro. Outros vislumbres sugeriam que as companhias deveriam perseguir sistemas *hub and spoke* (distribuição de rotas em que determinados pontos-chave do sistema são responsáveis por receber uma grande quantidade de passageiros e redistribuí-los para seus destinos finais), implementar medidas de fidelização de clientes (como por exemplo programas de milhagens que incentivam os passageiros a voar com apenas uma companhia aérea, acumular pontos e trocá-los por vôos) e focar no core das empresas, terceirizando o restante. Após menos de duas décadas o sistema de alianças globais padeceu sob o sucesso das empresas *low cost*.

### **3.2. A Governança Familiar**

Neste modelo mais centralizado e direto de governança, um indivíduo ou sua família detém uma parte significativa das ações e exerce o controle estratégico e os mecanismos decisórios da companhia. Tal parte necessária ao controle varia de país a país. Alguns exigem a retenção da maioria absoluta do capital, outros, como é o caso do Brasil, determinam dois ou mais tipos de ações – normalmente ordinárias e preferenciais, em que somente a primeira tem direito a voto.

Tal mecanismo acompanhou o mercado aéreo em seus primeiros passos, dando lugar ao modelo gerencial a medida que a indústria se tornava mais tecnicamente complexa, exceção feita a empresas charter, de cargas e regionais de nichos específicos de mercado.

Dois pontos são destacados nesse tipo de governança. O primeiro diz respeito ao uso intenso de capital. Como em negócio familiares e pessoais o dinheiro envolvido é o do próprio empreendedor, isto é, o “dono” do negócio, ele está mais preocupado e acompanha de perto o uso do capital, tentando minimizar a composição de passivos. O outro aspecto diz respeito à centralização e autonomia detida pelo proprietário do negócio, conferindo-lhe agilidade e abertura de idéias no tocante à estratégia.

### **3.3. A Governança Acionária**

Em meados da década de oitenta, muitas companhias aéreas estatais começavam a pesar nos orçamentos dos respectivos governos proprietários. Caracterizadas por fracas relações industriais, altos custos e altas tarifas, os Estados passaram a ver na transferência de ações uma oportunidade viável para sanitizar tais companhias.

#### **3.3.1. Participação Acionária de Funcionários**

Uma maneira mais recente de (tentar) conferir eficiências às companhias aéreas foi permitir a compra de ações por parte de funcionários, na tentativa de incumbir-lhes “responsabilidades” de donos, na medida em que, supostamente, seria intenção dos próprios que as ações valorizassem-se. Contudo, os empregados passaram a usar de suas posições de acionários para obter benefícios como aumentos de salários.

#### **3.3.2. Participação Acionária de Bancos**

Detentores de grandes volumes de capital, os bancos passaram a adquirir ações de companhias aéreas, especialmente em situações de falência das mesmas, onde tais instituições financeiras assumiam o controle através de aportes significativos de investimentos. Contudo, não é comum este tipo de situação, tendo em vistas que bancos preferem prover crédito a longo-prazo ao menor risco possível e notadamente o mercado aéreo não faz parte desta categoria. Assim, os bancos preferem ocupar uma participação minoritária – e não de controle – em companhias aéreas, tratando-os como clientes.

### 3.3.3. Participação Acionária de Outras Companhias Aéreas

Produto de alianças estratégicas de crescimento, a participação acionária de uma companhia em outra tem intenções e conseqüências diversas. A Swissair, por exemplo, adquiriu ações de inúmeras companhias para garantir a venda de serviços de suas subsidiárias de TI, consultoria, comissária, engenharia e logística.

A governança gerencial permite a grande vantagem de amplo acesso ao mercado financeiro, desde que, obviamente, haja motivos para que invistam em suas ações. A desvantagem são os altos custos executivos<sup>[4]</sup>. Governanças pessoais, ao contrário, tem custos executivos possivelmente mais baixos e maior liberdade para implementar estratégias que convenham ao proprietário. Tem, contudo, um acesso mais restrito ao capital, na medida em que são menos transparentes à análise financeira de investidores outros.

Investidores diferem entre si pelas intenções e capacidade de implementá-las, e não pela nacionalidade. Um investidor, não importa de onde seja, possivelmente colocará os seus interesses a frente de quaisquer outros – seja esse investidor do mesmo país da companhia ou estrangeiro. Assim, o debate deve ser voltado de forma a viabilizar regulamentações que controlem os interesses dos acionistas majoritários e não sua nacionalidade.

## 4. O CONTEXTO NACIONAL

São duas as possibilidades para alterar a lei que restringe a presença de capital estrangeiro em empresas aéreas no país: a redação de um projeto próprio do Executivo ou a utilização de textos já em trâmite, especialmente no Senado. É o caso do projeto apresentado em 2007 pelo senador Tião Viana (PT-AC)<sup>[5]</sup>.

O texto prevê alterações no artigo 181 do Código - aquele que estabelece o limite de 20% para o **capital estrangeiro**. Segundo o senador, "Não há setor da economia nacional tão protegido contra a competição. Ao invés de fortalecer as empresas brasileiras, esse modelo, de duvidosa constitucionalidade, tornou-as acomodadas e ineficientes".

Designado relator do projeto na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ), o senador

Jefferson Peres (PDT-AM) declarou-se favorável à mudança: “Desde que não ultrapasse o limite de 50%, não vejo problemas. Não sou idólatra de empresa estrangeira, nem xenófobo (sic).”<sup>[5]</sup>

São três as diretrizes da reformulação. A primeira é a maior abertura à iniciativa privada, inclusive com privatização de aeroportos, de forma a garantir a melhoria do ambiente de negócios e o aumento dos investimentos. A segunda é a redução da presença militar, fortalecendo o caráter civil do setor aéreo. Por último, estabelecer critérios claros sobre direitos, deveres, multas e punições para consumidores e empresas aéreas<sup>[6]</sup>.

Duas grandes polêmicas terão de ser resolvidas: a desmilitarização do controle aéreo e o aumento da participação estrangeira nas companhias. A saída dos militares do controle do espaço — reservando a eles apenas as questões de segurança nacional — é consenso no governo, nas empresas, no Congresso e entre os controladores de voo. Foi um tema amplamente discutido ao longo das crises de 2007 que não chegou à conclusão alguma.

O Conac é um fórum que reúne seis ministérios (Defesa, Relações Exteriores, Fazenda, Turismo, Desenvolvimento e Casa Civil), Comando da Aeronáutica, Infraero e ANAC<sup>[6]</sup>. Caberá a ele fazer a proposta de reformulação da legislação, submetendo-a depois ao Congresso.

As diretrizes incluem a maior participação da iniciativa privada no setor, inclusive com a privatização de aeroportos ou concessão para que os empresários construam e administrem estruturas aeroportuárias, quebrando o monopólio da Infraero. A ministra da Casa Civil ao longo de 2007, Dilma Rousseff, revelou planos de construir aeroportos em acordo com a iniciativa privada. Unidades para carga também estariam em estudo.

O ex-presidente da ANAC, Milton Zuanazzi, defendia abertamente mudanças na legislação que permitissem a ampliação do capital estrangeiro no novo código de aviação civil. O novo código de aviação civil tratará também de corrigir lacunas, como a ausência de punições específicas para a prática de *overbooking*.

O atual ministro da defesa, Nelson Jobim, também se mostrou abertamente favorável à mudança de restrição de capital estrangeiro. Segundo proferiu o mesmo na 4ª Conferência do

Forte de Copacabana sobre Segurança Internacional, no Rio de Janeiro, "Isso possibilita injeções [de recursos] no setor, que cresce rápido. E a demanda se dá por fatores regionais"<sup>[7]</sup>. A porcentagem citada pelo ministro é de 49%.

#### **4.1. A Venda da Varig**

O tema da mudança de restrição de capital estrangeiro ganhou força com o processo de venda da Varig. Como abordou-se em 2.1, a restrição de capital estrangeiro nos E.U.A. é seguida de perto pelo DOT e várias investigações já foram feitas de modo a averiguar a legalidade do capital de companhias aéreas daquele país. No Brasil, a situação é notadamente diferente. O processo de venda da Varig, quando analisado minuciosamente, revela que a restrição de capital no país muitas vezes não é seguida.

No início de 2005, Varig detinha 31% de *market share* doméstico e era controlada pela Fundação Ruben Berta, tendo fechado 2004 com um prejuízo 87 milhões de reais – bem mais confortável que o prejuízo de 1,83 bilhões de reais em 2003. Naquele momento, a dívida da empresa era de mais de 6 bilhões de reais<sup>[8]</sup>.

Ao longo de 2005 o mercado de aviação nacional passou por momentos ímpares, envolvendo as então maiores empresas do setor: Varig, TAM e Gol. Esta primeira tinha diversos investidores interessados em parcerias, compras e participações no capital da empresa:

- O Grupo português Pestana (dono da EuroAtlantic, que já tinha parcerias com a Varig em vôos diretos do nordeste brasileiro à Europa);
- Nelson Tanure (então dono da CNT, Jornal do Brasil, Gazeta Mercantil e atual proprietário da CBM - Companhia Brasileira de Mídia, um grupo especializado em arrendar revistas e jornais em dificuldades);
- German Efromovich (dono da colombiana Avianca e da Ocean Air);
- Gol (então preferida do governo federal – o então principal credor da Varig);
- TPG (Texas Pacific Group);
- TAP (companhia aérea portuguesa);

Simultaneamente, a Gol fazia sua segunda oferta pública de ações e vendia cada papel a R\$ 35,12.



O calor das negociações e o vislumbre de um crescimento expressivo do setor levou com que até mesmo a VASP recebesse uma proposta. Uma empresa chamada GBDS declarou-se interessada em adquirir 60% das ações da companhia aérea de Wagner Canhedo. A idéia era desembolsar imediatamente R\$ 80 milhões para encerrar os processos trabalhistas que levaram a Vasp à intervenção. A GBDS era constituída no país, porém ligada a uma empresa européia, chamada GCC, o que inviabilizou a operação.

Em maio de 2005 a Varig empossa um novo presidente de conselho: David Zylbersztain, que temendo a paralisação por falta de caixa, pede “compreensão” aos credores estatais, com os quais naquele passo acumulava uma dívida de quase seis bilhões de reais. O desenrolar das negociações com todos os interessados mostrou a morosidade de uma empresa sempre acostumada à pujança econômica: nenhuma das ofertas foi concluída, até a entrada em cena do fundo americano Matlin Patterson<sup>[8]</sup>.

O fundo Matlin Patterson era então conhecido como um “fundo abutre” por se aproveitar da fraqueza de empresas moribundas em setores com alguma perspectiva de ganho. Mais astuto que as demais empresas interessadas na Varig, o fundo tratou de abrir uma empresa com sede no Brasil: a Volo Logistics, cujo capital era, supostamente, mais de 80% de origem nacional com o objetivo de comprar 95% da Variglog. O fundo de pensão Aerus, ligado a Varig, mostrou-se súbita e imediatamente contra a compra da Variglog, com o argumento de que não basta constituir uma empresa no Brasil - é preciso que o capital da Volo seja nacional. O outro problema, segundo os credores, foi o valor de avaliação da VarigLog, de US\$ 100 milhões. Estudo encomendado pela Fundação Ruben Berta indicara que a empresa de carga da Varig valeria cerca de US\$ 300 milhões. Para piorar, a Varig receberia só US\$ 38 milhões da Matlin Patterson por 95% do capital da VarigLog. A razão é que do valor de venda foi descontado o passivo de US\$ 60 milhões e os 5% de participação que continuariam com a Varig<sup>[9]</sup>.

Analistas do mercado diziam que a única vantagem dessa operação seria a injeção de recursos no caixa da Varig, já que o fundo norte-americano estaria disposto a emprestar até US\$ 65 milhões para a companhia aérea. Seriam US\$ 10 milhões à vista, US\$ 40 milhões após 30 dias e outros US\$ 15 milhões no futuro.

Numa operação obscura em novembro de 2005, a empresa aérea portuguesa TAP adquiriu as

duas maiores subsidiárias da Varig: a VarigLog e a VEM. O contrato estabeleceu a transferência de 95 % das ações ordinárias da VarigLog e 90 % das ações ordinárias da Varig Manutenção e Engenharia para a AeroLB, sociedade indiretamente formada pela TAP, pela GEOCAPITAL e por investidores brasileiros. A AeroLB teria em mãos o controle das subsidiárias VarigLog e da Varig Engenharia e Manutenção (VEM) por 62 milhões de dólares<sup>[10]</sup>. A Aero LB tem um terço de capital votante e dois terços de capital não votante, sendo que a TAP participa com 20 por cento do capital votante e 100 por cento do capital não votante. O outro sócio da TAP na empresa brasileira é o fundo Stratus, que tem 80 por cento do capital votante da Aero LB. Posteriormente, as ações da VarigLog foram repassadas à Volo.

Em abril de 2006, a Varig encontrava-se na iminência da paralisação por falta de caixa. A companhia não honrava o pagamento às empresas de leasing e à ex-subsidiária de manutenção (VEM), vendida para a portuguesa TAP, assim como descumpria o acordo com a Infraero. Esta chegou a emitir um ultimato à Varig: caso ela continuasse ignorando a cobrança de R\$ 900 mil por dia, a Infraero exigiria o depósito das tarifas em cada aeroporto, à vista e em dinheiro, para autorizar os vôos. Apesar da preocupação do presidente Lula, que chegou a expressá-la explicitamente: "Nós precisamos salvar a Varig de qualquer jeito", os credores e a fundação Ruben Berta não viam com bons olhos a proposta de compra feita pela VarigLog. A juíza da 2ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro, Márcia Cunha, uma das responsáveis pelo processo de recuperação judicial da Varig, afirmou que a situação da companhia aérea era "grave". "Sem caixa, a empresa não tem jeito", afirmou Márcia. "Ou os credores aceitam a proposta da VarigLog ou o governo terá que acenar de alguma forma para colocar recursos na companhia. O Judiciário não pode fazer nada."

A proposta apresentada aos credores pela VarigLog previa um corte significativo do número de funcionários, redução da frota e a criação de uma empresa sem dívidas. Pela proposta, a "nova" Varig ficaria nas mãos da VarigLog, controlada pela Volo do Brasil, que tem como sócios o fundo americano de investimentos MatlinPatterson e os brasileiros Marco Antonio Audi, Marcos Haftel e Luiz Eduardo Gallo<sup>[11]</sup>.

O passivo da empresa ficaria concentrado na "antiga" Varig. Segundo um dos credores presentes ao encontro, os representantes da VarigLog não indicaram uma solução para o problema. O fundo também pedia a prorrogação das concessões da Varig por 20 anos.

O mercado desconfiava que a Volo fosse efetivamente controlada pela Matlin Patterson, o que faria a operação esbarrar no limite constitucional de 20% para o controle de empresas aéreas por estrangeiros. Segundo o então ministro do Turismo, Walfrido Dos Mares Guia, "O importante é que ela (Varig) funcione bem, preserve os seus slots (horários de pousos e decolagens nos aeroportos) e encontre um bom comprador, desde que seja uma empresa constituída no país, não importa se com capital estrangeiro" – o que mostrava a disposição do governo em “flexibilizar” a restrição de capital estrangeiro máximo<sup>[12]</sup>.

Para o presidente do Sindicato Nacional dos Aeroviários, Selma Balbino, a proposta prejudicaria todos os credores, principalmente os trabalhistas, na medida em que metade dos dez mil funcionários seria demitidos. A frota da Varig também encolheria de 71 aeronaves para 48 aviões.

O representante do MatlinPatterson, Lap Chan, afirmou que dos US\$ 350 milhões oferecidos pela VarigLog para a compra da Varig, US\$ 200 milhões seriam destinados para gastos correntes, US\$ 100 milhões para manutenção dos aviões e outros US\$ 50 milhões para rescisões trabalhistas<sup>[12]</sup>.

Em abril de 2006 o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) aprovou a venda da empresa de transporte de cargas VarigLog para a Volo por US\$ 48,2 milhões, aceitando os pareceres dados anteriormente pela Secretaria de Direito Econômico (SDE) do Ministério da Justiça e pela Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) do Ministério da Fazenda. A transação foi apreciada pelo CADE rapidamente porque, além de os conselheiros entenderem que a compra da VarigLog não tinha impedimentos legais ou de concorrência, a empresa tem faturamento menor que R\$400 milhões ao ano e, portanto, está desobrigada por lei de passar pelo crivo da autarquia<sup>[12]</sup>. Somente chegou à autarquia por ser uma subsidiária da Varig.

Seis dias após a aprovação do CADE, a ANAC suspendeu os efeitos legais da venda da VarigLog para a Volo do Brasil, complicando ainda mais a situação da Varig. No mesmo dia, a companhia aérea anunciou que devolveria aviões às empresas de leasing. Com a decisão da ANAC, os compradores da subsidiária de cargas da Varig não poderiam assumir a empresa, direta ou indiretamente, até que a ANAC dê a palavra final sobre a transação, no valor de

US\$48,2 milhões. As ações foram repassadas à Volo pela AeroLB (da TAP, de investidores brasileiros e de Macau), que havia comprado a subsidiária emergencialmente em novembro de 2005.

A decisão prejudicava a Varig. Com o agravamento da crise e o sinal claro do governo de que não socorreria a companhia, seus diretores apostavam na proposta feita pela Volo de comprar a Varig por US\$400 milhões. A diretoria da Varig recomendava aos credores que aprovassem o negócio.

Segundo o advogado do SNEA (Sindicato Nacional das Empresas Aéreas), Geraldo Vieira, a decisão da ANAC não cancelava a operação. Segundo o mesmo, o mais agravante, é que a VarigLog estava em mãos de estrangeiros. O SNEA alegava que na operação o percentual chegava a 60%. Segundo a Volo, a operação estava de acordo com a lei, pois o fundo americano era apenas acionista e a empresa era constituída por empresários brasileiros.

Na época, depois de fortes quedas as ações preferenciais (sem direito a voto) da Varig, as mesmas subiram 45,83% — a maior alta da Bolsa de Valores de São Paulo no dia — cotadas a R\$1,05. Investidores aproveitaram o baixo patamar de preços, impulsionados pelas declarações do juiz Luiz Roberto Ayoub, da 8ª Vara Empresarial do Rio, de que estava descartada a falência imediata da Varig, além de indícios por parte do governo de que ocorreria uma “flexibilização” na restrição de capital mínimo que viabilizaria a compra da Varig pela VarigLog. Representantes de trabalhadores chegaram a pedir a Ayoub que a Justiça mandasse a BR Distribuidora e a Infraero concederem prazo de 45 dias para o pagamento de combustível e tarifas aeroportuárias.

Em junho de 2006, companhias aéreas nacionais estavam sendo procuradas por empresários e fundos de investimento estrangeiros interessados em adquirir o controle da Varig burlando a legislação brasileira do setor. Os investidores do exterior se mostrariam dispostos a usar as aéreas nacionais para fazer ofertas durante o leilão, sem cumprir duas exigências: a de que os concorrentes sejam empresas ligadas à aviação civil e não tenham mais de 20% de capital estrangeiro. O principal executivo de uma companhia aérea brasileira relatou ter recebido "pelo menos quatro propostas" de estrangeiros que se dispunham a transferir "todos os recursos" necessários à empresa para a compra da Varig. Ele assegura que rechaçou as propostas.

Fontes da Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC) diziam que fariam uma análise rigorosa da empresa vencedora do leilão e da origem dos recursos utilizados na compra da Varig. O órgão regulador dispensara o mecanismo de pré-qualificação dos interessados no leilão e faria as análises técnica, financeira e jurídica do vencedor logo após a definição da disputa. Para isso, no entanto, a empresa ganhadora terá que fazer um depósito de US\$ 75 milhões, em três dias, para capitalizar a Varig. Se a análise da ANAC não for concluída em 30 dias, um novo aporte de US\$ 50 milhões teria que ser feito. A agência reguladora prometera barrar o negócio se houver descumprimento das exigências legais.

A Infraero, responsável pela administração dos aeroportos e credora da Varig em quase R\$ 530 milhões, pretendia negociar, com o juiz Luiz Roberto Ayoub, mudanças no edital do leilão da Varig. A estatal criticava a possibilidade de a venda da companhia ser feita por um valor abaixo do preço mínimo, fixado em US\$ 700 milhões para as operações domésticas ou em US\$ 860 milhões para as operações completas, caso não aparecessem interessados na primeira fase do pregão. A intenção da Infraero era alterar esse ponto. Ela temia que uma transação por um valor abaixo disso inviabilize o pagamento de dívidas repactuadas pela Varig no plano de recuperação aprovado pelos credores.

Em Brasília, o governo recebeu com alívio a informação de que o juiz americano Robert Drain, da Corte de Falências de Nova York, prorrogou a decisão sobre o arresto de aeronaves da Varig. "Ele deu um sinal de que acredita no leilão", comentou o então presidente da Infraero, brigadeiro José Carlos Pereira.

Ainda em junho de 2006 a ANAC decidiu autorizar a compra da VarigLog, ex-subsidiária de transporte de cargas da Varig, pela empresa Volo Brasil. A decisão abre o caminho para que a VarigLog pudesse ser a nova dona da Varig<sup>[13]</sup>. Contudo, a própria ANAC afirmou que não seriam tornadas públicas as garantias apresentadas pela Volo do Brasil de que a VarigLog está adequada à legislação nacional. Ou seja, a ANAC não mostraria as garantias anexadas ao processo, embora a questão da presença de capital externo fosse crucial e tivesse motivado a cautela de dois meses da agência, após questionamentos judiciais de adversários da Volo na disputa pela VarigLog - como Docas, do empresário Nelson Tanure - e representação ao órgão regulador feita pelo Sindicato Nacional das Empresas Aéreas (SNEA). Mesmo o SNEA reafirmou ter convicção de que a participação estrangeira na VarigLog superava a permitida.

A análise da documentação foi feita em tempo recorde, mesmo dia em que Milton Zuanazzi, presidente do órgão regulador, reafirmou à imprensa que não tinha prazo para concluir o procedimento. A análise foi feita sob pressão da Casa Civil, que argumentou que a ANAC não tinha competência para exigir que os donos da VarigLog comprovassem a origem dos recursos nem que os sócios brasileiros apresentassem cópia da declaração do Imposto de Renda Pessoa Física de 2005. O objetivo da agência ao exigir os documentos era verificar se os sócios brasileiros têm patrimônio ou se eram laranjas do fundo americano de investimento Matlin Patterson, que tinha participação na Volo — conforme denúncias encaminhadas à ANAC pelo Sindicato Nacional das Empresas Aéreas (SNEA)<sup>[9]</sup>.

Segundo o então advogado do SNEA, Geraldo Vieira, os brasileiros que compraram a VarigLog não têm patrimônio suficiente. Segundo Vieira, a ANAC já havia recusado dois pedidos de vista do sindicato, que decidiu na sexta-feira fazer mais uma tentativa. Além do SNEA, a Docas Investimentos, do empresário Nelson Tanure, entrou na Justiça do Rio em janeiro alegando fraude na operação de venda da VarigLog, efetuada no mesmo mês. Em abril de 2006, a ANAC entrou no caso e suspendeu a validade da operação até a apresentação dos documentos. A Volo, então, resolveu questionar as exigências na Justiça e contratou serviços do advogado Roberto Teixeira, compadre do presidente Luiz Inácio Lula da Silva.

Simultaneamente, a VarigLog já fazia oferta pública pela Varig. Contudo, o fundo de pensão dos funcionários da Varig, Aerus, se mostrava contra a transação. A VarigLog adotava um tom direto na negociação: com a única proposta mais concreta na mesa pela companhia - outros interessados não conseguiram provar a origem dos recursos - o discurso era na base do "*take-it-or-leave-it*" (pegar ou largar), o que rendeu acusações de que a empresa da Volo queria comprar a Varig na "bacia das almas". Uma avaliação divulgada pela Deloitte, administradora judicial da Varig, condenava os principais pontos da proposta e dizia que a falência seria uma solução melhor para os credores do que a venda à VarigLog. A empresa oferecia R\$ 277 milhões pelas operações da Varig. O valor deveria ser repassado à "velha Varig", a parcela da empresa que permanece em recuperação judicial, e é destinado ao pagamento de credores. A avaliação foi descartada e a transação foi efetivada rapidamente, sendo concedida em setembro de 2006 uma "autorização de funcionamento jurídico" para a nova Varig.

Em dezembro de 2006, após o caos nos aeroportos brasileiros, o governo brasileiro voltou a

mencionar a possibilidade de aumento do limite de 20% para a participação de capital estrangeiro com direito a voto em companhias aéreas brasileiras. O Ministério da Defesa estudava uma série de mudanças no Código Brasileiro de Aeronáutica e pretendia elevar a participação estrangeira para um novo teto - entre 40% e 49%. Essa era a melhor forma, na avaliação dos responsáveis pelo setor no governo de impulsionar investimentos na aviação civil e estimular o surgimento de uma terceira empresa forte no setor aéreo<sup>[13]</sup>.

O governo avaliava erroneamente que os episódios ocorridos nos aeroportos naquele momento evidenciavam a necessidade de desconcentração do mercado. Sem expor publicamente esse desejo, o Ministério da Defesa e a Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC) consideravam fundamental a entrada de uma terceira - e até de uma quarta - companhia para aumentar a competição no mercado.

Além da polêmica em torno da compra da VarigLog pela Volo e a conseguinte compra da Varig pela Variglog, ocorria a venda de 20% do controle acionário da BRA a sete fundos de investimento, todos de capital estrangeiro. Em ambos os casos, as autoridades aeronáuticas acreditavam que a capitalização só não foi maior devido aos obstáculos existentes nas leis brasileiras.

Em 28 de março de 2007, a Gol anunciou a compra da Varig por US\$ 320 milhões. A Varig foi comprada em julho por US\$ 24 milhões pela Volo, do fundo Matlin Patterson, que investiu desde então ao menos US\$ 75 milhões e estaria tendo prejuízos mensais. As companhias mantiveram seus modelos de negócios e a Varig voltou a operar parte de suas rotas internacionais.

A Gol pagou US\$ 275 milhões pelo total das ações da Varig -US\$ 98 milhões em "espécie", e o restante, por meio de entrega de 6,1 milhões de ações preferenciais da companhia aérea (3% das suas ações totais). A transação chegou a US\$ 320 milhões porque a Gol assumiu R\$ 100 milhões em debêntures.

A negociação para a compra da Varig praticamente não envolveu a direção da empresa. A Gol articulou a operação diretamente com o fundo americano Matlin Patterson. As conversas se estenderam por dois meses e a Gol concorreu com a chilena LAN, que chegou a enviar pessoal para checar as finanças da Varig. A LAN concedeu um empréstimo de US\$ 17,1

milhões à Varig. Uma semana antes da compra, o fundo Matlin Patterson queria US\$ 483 milhões pela companhia, mas a Gol teria achado o valor alto.

O principal atrativo da Varig eram os slots em Congonhas. Eram mais de 120 no aeroporto mais disputado do país - muitas na ponte aérea Rio-SP - e muitas linhas rentáveis ao exterior, as quais a Varig perdeu algumas por não ter conseguido retomar suas operações a tempo, já que linhas internacionais são regidas por acordos bilaterais.

## **4.2. A Gol na Argentina e México**

Em janeiro de 2007, a Gol declarou que estudava um novo passo na sua estratégia de negócios: a instalação de uma subsidiária na Argentina.

A exemplo do que fez recentemente a chilena LAN, aproveitando-se da total liberdade para investimentos estrangeiros em aviação no país, a Gol avalia a possibilidade de entrar na Argentina para operar rotas domésticas. O projeto era estudado de forma confidencial e encontra-se em estágio relativamente embrionário, mas poderia transformar-se num impressionante salto para a companhia aérea, inclusive com incentivos do governo daquele país. A empresa já voava para três destinos no país: Buenos Aires, Córdoba e Rosário - sempre em rotas que ligam essas cidades a capitais brasileiras. A Argentina tem interesse em atrair a Gol por entender que a competição no mercado local é insuficiente e que falta ao país uma empresa aérea de baixo custo e baixas tarifas para estimular a concorrência na aviação civil.

A idéia surgiu em setembro de 2006, quando autoridades aeronáuticas do Brasil e da Argentina negociavam uma revisão do acordo aéreo bilateral, no qual a quantidade de vôos permitidos de um país para outro é medida por número de assentos nas aeronaves. Ou seja, não importa quantos vôos são realizados, mas o volume de passageiros que eles podem transportar. Esperava-se alterar esse limite para a frequência de vôos e, além disso, ampliar em cerca de 50% a quantidade de ligações aéreas autorizadas entre os dois países. Isso não deixa de ser uma demanda das próprias empresas, que vêm expandindo suas operações entre o Brasil e a Argentina<sup>[14]</sup>.



As negociações caminhavam bem e estavam próximas de um acordo quando houve interferência direta da cúpula do governo argentino, impedindo a assinatura da revisão.

Em 2005, a companhia já havia anunciado a intenção de lançar uma aérea de baixo custo no México, junto com o grupo local Inversiones y Técnicas Aeroportuarias. Na ocasião, em comunicado oficial, o argumento da Gol é de que via no país grande potencial de crescimento, cidades com pouca oferta de vôos, distâncias geográficas longas e tarifas altas. O início das operações mexicanas depende do sinal verde das autoridades locais. Em princípio, os estudos sobre o mercado argentino deverão contemplar as mesmas avaliações.

Uma das prioridades para a Gol é transformar-se em uma empresa verdadeiramente sul-americana, integrando todos os países da região até 2010 - não apenas com cidades brasileiras, mas também entre si. Com o radical encolhimento da Varig, a companhia já se tornou uma das líderes na América do Sul.

Na Argentina, a legislação do setor aeronáutico não determina um teto para o capital estrangeiro em uma empresa. Por isso, há dois anos, a LAN Chile comprou praticamente 100% da participação acionária da Aero 2000. Outra companhia local, a Austral, foi absorvida pela Aerolíneas Argentinas.

## **5. IMPACTO FINANCEIRO**

Diversos setores da economia já passaram por transições de mecanismos regulatórios. No passado recente, estatais foram privatizadas e concessões foram feitas em setores de infraestrutura, como distribuição de energia, gás e telefonia fixa e móvel. O impacto positivo ao consumidor final foi notável em termos de e custo e qualidade de serviço. Para fins de comparação, tome-se como exemplo de análise a telefonia móvel no Brasil: a abertura do mercado para o capital privado obrigou as antigas estatais e as novas empresas que se instalavam a um grande investimento no setor. Com isto, houve um aumento significativo na escala de oferta linhas e no oferecimento de novos serviços atrelados a menores preços, numa ampla disputa pelo interesse dos consumidores.

O início da desregulamentação do setor aéreo trouxe benefícios semelhantes e a abertura de capital seria a finalização deste processo. Contudo, ao contrário da telefonia móvel, a desregulamentação do mercado de transporte aéreo é diferente das demais. Uma comparação de impactos financeiros entre companhias destes dois setores e muitos outros que passaram por desregulamentação não seria possível. Eles diferem em vários aspectos chave:

- **Cadeia de valor:** Ao contrário da telefonia fixa/móvel – que pode alocar recursos em todas as fases da cadeia de valor – o mercado aéreo no Brasil se restringe a companhias aéreas. Não existem aeroportos privados operando comercialmente em larga escala e os ensejos do governo federal para que isso ocorra ainda são incipientes. Assim, as companhias aéreas são altamente dependentes das diretrizes do governo para o setor de infra-estrutura aeroportuária. O cenário de total desregulamentação seria a operação comercial de aeroportos privados ou oriundos de parcerias público-privadas sobre os quais as companhias tivessem maior influência. Em termos de cadeia de valor, pode-se até fazer uma analogia com geração e distribuição de energia. Contudo, a “geração” no setor aéreo (isto é, geração/manutenção de infra-estrutura), tem uma prioridade deveras inferior à geração de energia elétrica, naturalmente.

- **Capital:** O mercado aéreo é uma indústria de capital intensivo, isto é, que exige grandes aportes de capital para operar e depende de uma infra-estrutura que é ainda mais exigente em termos de investimento.

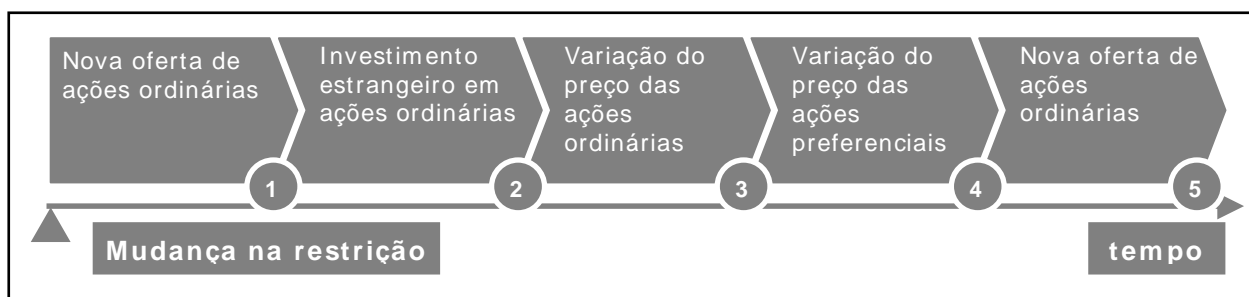
- **Mercado:** A demanda por transporte aéreo é altamente suscetível às condições econômicas, sazonalidade e fatores exógenos, da mesma forma que a oferta também é altamente suscetível à variação de custos (tendo em vista o grande peso do combustível na estrutura de custos).

Não havendo fontes correlacionadas passíveis de uma comparação viável, foi elaborado um modelo de cálculo de forma a prever os impactos financeiros de uma mudança de capital utilizando diferentes cenários.

## 5.1. Modelo de Cálculo

O modelo de cálculo baseia-se em prováveis efeitos financeiros da mudança de restrição de capital, ilustrados na Figura 1.

1. Nova oferta de ações ordinárias;
2. Investimento estrangeiro em ações ordinárias;
3. Variação do preço das ações ordinárias;
4. Variação do preço das ações preferenciais;
5. Nova oferta de ações ordinárias



**Figura 1:** Efeitos financeiros da mudança de restrição de capital estrangeiro.

Para estimar o resultado final dos efeitos 1 a 5 expostos acima, calcula-se separadamente as conseqüências de cada um, de modo a isolar as variáveis e tornar as hipóteses mais intuitivas e verossímeis.

O aumento na mudança de restrição de capital poderia vir acompanhado de novas ofertas de ações ordinárias por parte das companhias aéreas como forma de manter o preço da ação no patamar desejado pela companhia. O crescimento ou queda do preço é unicamente influenciado pela demanda e não pelo número de ações em que a companhia dividiu seu capital. A decisão de emitir ou não mais papéis parte da companhia depende do volume de ações ordinárias que a companhia detém. Seja:

$\Delta p$ : variação prevista do preço da ação ordinária (em termos absolutos)

$c$ : número de papéis em poder da companhia

$q$ : preço da nova oferta de ações

$v$ : volume de ações da nova oferta (decidido pela companhia)

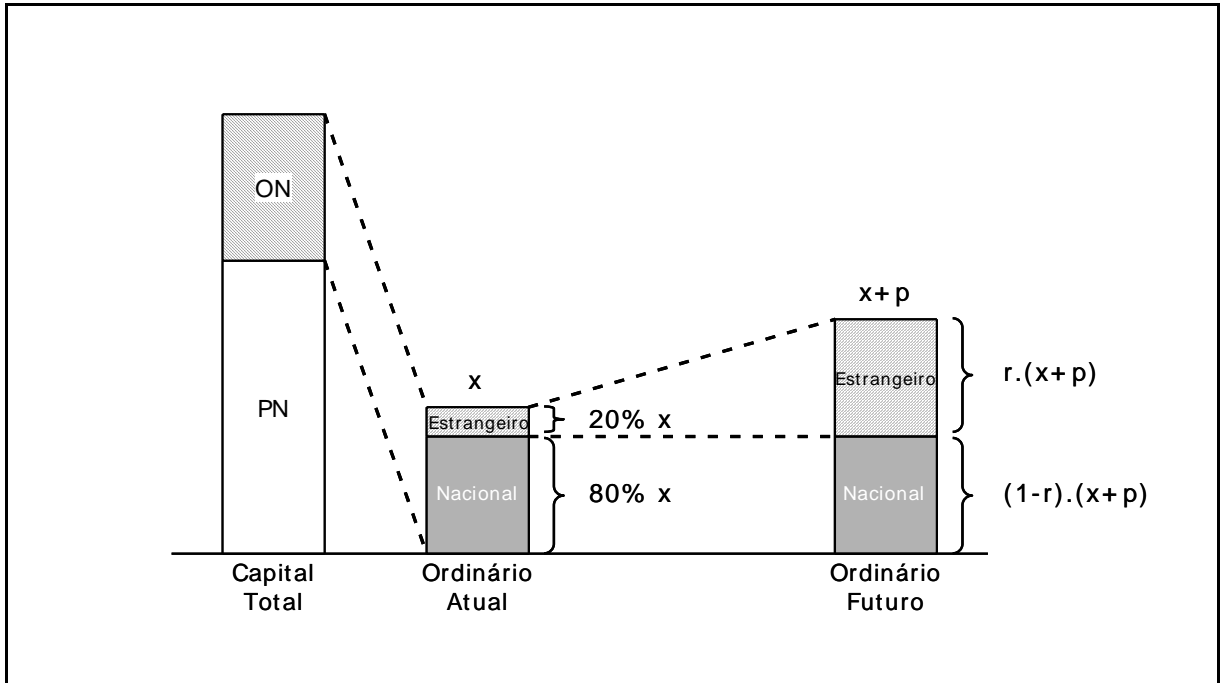
Se  $\Delta p \cdot c > q \cdot v$  então a companhia provavelmente não fará uma nova oferta de ações. Contudo, o processo de decisão não é tão simplório pois a companhia detém o poder de decidir o volume de ações da nova oferta ( $v$ ), e o preço da nova oferta de ações é guiado pelo preço de mercado das ações ordinárias no momento da oferta, sendo portanto função do tempo e difícil de estimar com precisão. Assim, a companhia pode estrategicamente esperar um momento propício para emitir novas ações no mercado de forma a maximizar a captação de recursos ao invés de emitir novos papéis logo após a mudança de restrição.

Tendo em vista que o objetivo é estimar o ganho de capital total da empresa (em papéis próprios e não próprios), o efeito de uma nova oferta de ações não entrará no modelo de cálculo, sendo, portanto, analisados os efeitos de **investimento estrangeiro em ações ordinárias; variação do preço das ações ordinárias; variação do preço das ações preferenciais.**

As variáveis do modelo são:

- Capital ordinário total **atual**:  $x$ 
  - Capital ordinário nacional **atual**:  $0,80\% \cdot x$
  - Capital ordinário estrangeiro **atual**:  $0,20\% \cdot x$
- Futura restrição de capital estrangeiro:  $r$
- Injeção de capital a ser estimada:  $p$
- Capital ordinário total **futuro**:  $x + p$ 
  - Capital ordinário nacional **futuro**:  $(1-r) \cdot (x+p)$
  - Capital ordinário estrangeiro **futuro**:  $r \cdot (x+p)$

Para estimar a injeção de capital estrangeiro  $p$ , isola-se esse efeito e assume-se que o capital ordinário nacional mantém-se constante. A Figura 2 ilustra o efeito.



**Figura 2:** Ilustração do modelo de cálculo.

$$(1 - r) \cdot (x + p) = 80\% \cdot x$$

Isolando a variável injeção de capital “ $p$ ”, tem-se:

$$p = \frac{(r - 0,2) \cdot x}{(1 - r)}$$

A valorização dos papéis ordinários é diretamente correlacionada com a demanda estrangeira pelos mesmos. A mudança na restrição certamente atrairá capital estrangeiro e a prova disso é o fato de que as duas companhias aéreas brasileiras com ações na bolsa já têm presença de capital estrangeiro no limite que a lei permite.

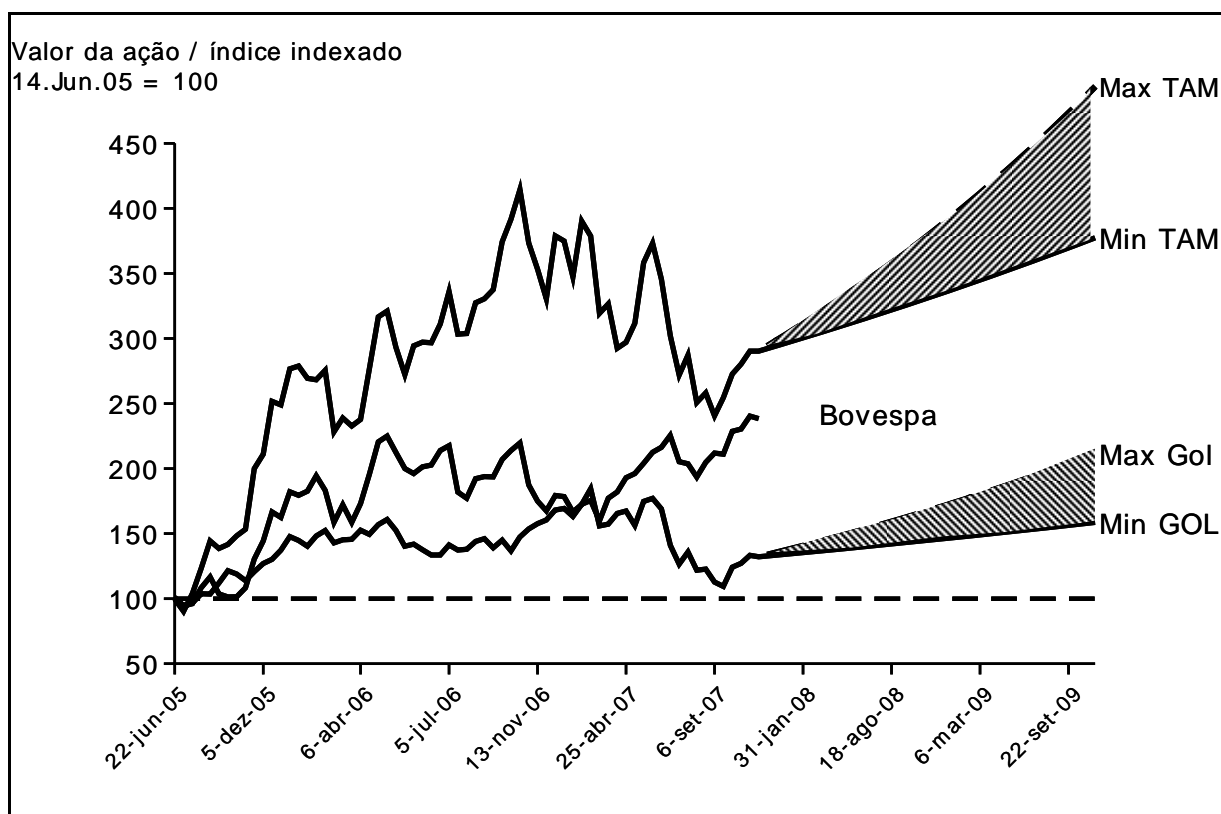
A valorização dos papéis ordinários ocasionará a valorização das ações preferenciais em uma taxa semelhante, por isso as hipóteses de valorização a seguir são idênticas para as ações preferenciais e ordinárias.

Adotou-se cinco cenários de crescimento para cada uma das duas empresas para as quais foram simulados os efeitos da mudança de restrição, conforme mostra a Tabela 1.

**Tabela 1:** Cenários de crescimento para as duas empresas analisadas

	<b>TAM</b>	<b>GOL</b>
Cenário 1 (mínimo)	40%	30%
Cenário 2	50%	40%
Cenário 3	60%	50%
Cenário 4	70%	60%
Cenário 5 (máximo)	80%	70%

Os cenários de valorização das ações preferenciais são ilustrados no Gráfico 2, em que os preços das ações de ambas as companhias e o índice IBOVESPA foram indexados em 100 em 14/junho/2005 de modo a evidenciar o crescimento relativo entre as ações.

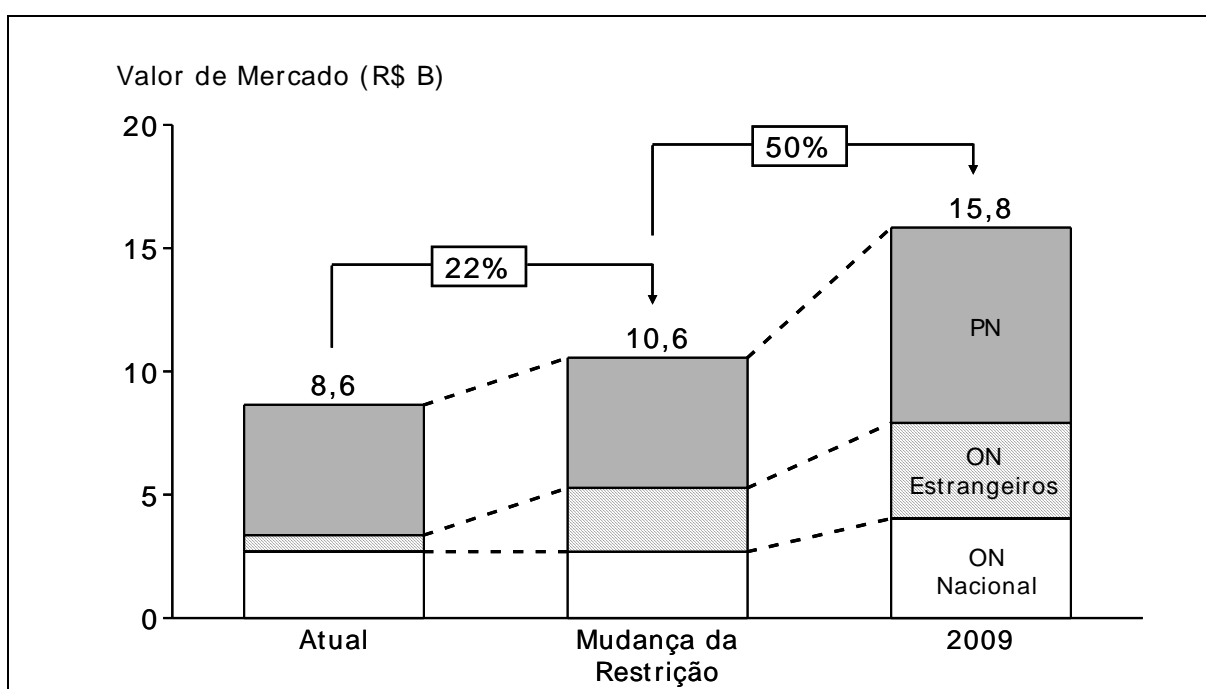
**Gráfico 2:** Projeções mínimas e máximas de valorização de ações preferenciais da TAM e GOL indexadas a 100 em 14/junho/2005.

## 5.2. Estimativa para a TAM

Desde 14 de junho de 2006, a TAM está listada no Nível 2 da Bolsa, classificação que exige um amplo conjunto de práticas de governança e de direitos para os acionistas minoritários. A companhia possui hoje 58,86% de seu capital em poder da TEP - TAM Empreendimentos e Participações S.A. - e Aerosystem S.A.; 19,54% com fundos de investimento (Brasil Private Equity Fundo de Investimento em Participações; Brazilian Equity Investments III LLC; Brazilian Equity LLC; Latin América Capital Partners PIV LLC; Latin America Capital Partners II LLC) e 21,6% com acionistas minoritários.

A estimativa de crescimento da TAM por parte de bancos investimentos não é uniforme basicamente por conta das incertezas a respeito do investimento federal em infra-estrutura. Assim, assumiram-se cenários distintos com taxas de crescimento ao longo de dois variando entre 40% e 80%. O cenário escolhido como mais provável foi o de 50% baseado em seu desempenho passado (Gráfico 2).

O Gráfico 3 mostra a situação atual, a projeção pós-mudança e a situação final em 2009, resultado do crescimento projetado e da mudança de restrição.



**Gráfico 3:** Projeção dos efeitos de mudança de restrição e crescimento para a TAM.

### 5.2.1. Análise de Cenários Alternativos

Em uma análise com uma projeção de crescimento variando significativamente e uma incerteza a respeito da restrição futura a ser imposta deve-se executar uma análise de cenários alternativos, que consistiu basicamente em calcular o resultado final para os diversos cenários possíveis. Dentro da variação de crescimento previsto (40% a 80%) e o cenário de restrição mais provável (49%), tem-se uma variação de 29% sobre o valor de mercado total da companhia.

**Tabela 2:** Análise de cenários alternativos para o valor de mercado da TAM (em R\$ bilhões) em 2009 tomando como variáveis a projeção de crescimento em dois anos e a restrição de capital.

Crescimento	Restrição futura				
	30%	35%	40%	45%	49%
40%	12,77	13,19	13,67	14,24	14,78
50%	13,68	14,13	14,64	15,26	<b>15,83</b>
60%	14,60	15,07	15,62	16,27	16,89
70%	15,51	16,01	16,60	17,29	17,94
80%	16,42	16,95	17,57	18,31	19,00

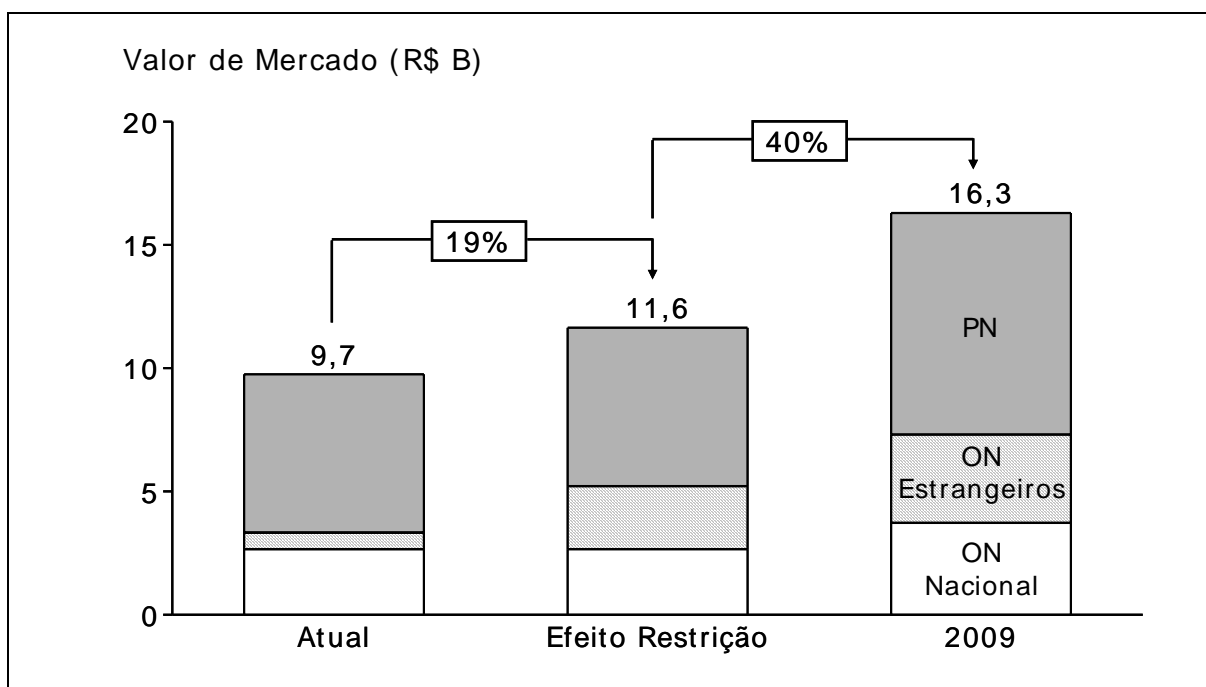
Ainda, foi feita uma análise de cenários alternativos sobre a hipótese de preenchimento de 100% da nova restrição de capital, considerando outros valores (de 50% a 100%) conforme mostra a Tabela 3.

**Tabela 3:** Análise de cenários alternativos para o valor de mercado da TAM (em R\$ bilhões) em 2009 tomando como variáveis a restrição futura de crescimento em dois anos e o preenchimento percentual do limite de capital estrangeiro total.

Restrição Futura	Preenchimento da restrição de capital estrangeiro					
	50%	60%	70%	80%	90%	100%
30%	13,32	13,40	13,47	13,54	13,61	13,68
35%	13,55	13,66	13,78	13,89	14,01	14,13
40%	13,80	13,97	14,14	14,31	14,48	14,64
45%	14,11	14,34	14,57	14,80	15,03	15,26
49%	14,40	14,68	14,97	15,26	15,54	15,83



### 5.3. Estimativa para a Gol



**Gráfico 4:** Projeção dos efeitos de mudança de restrição e crescimento para a Gol.

Para a Gol foram usadas taxas de crescimento menores por conta de seu desempenho passado e estimativas do mercado. Basicamente porque o modelo de negócios da Gol é mais suscetível à intempéris do mercado por ter maior *share* de passageiros viajando a lazer (que são os primeiros a deixarem de voar em momentos críticos). O resultado está exibido no Gráfico 4.

#### 5.3.1. Análise de Cenários Alternativos

Dentro da variação de crescimento previsto (30% a 70%) e o cenário de restrição mais provável (49%), tem-se uma variação de 31% sobre o valor de mercado total da companhia, como mostra a Tabela 1.

**Tabela 4:** Análise de cenários alternativos para o valor de mercado da Gol (em R\$ bilhões) em 2009 tomando como variáveis a projeção de crescimento em dois anos e a restrição de capital.

Crescimento	Restrição futura				
	30%	35%	40%	45%	49%
30%	13,29	13,67	14,11	14,64	15,13
40%	14,31	14,72	15,20	15,76	<b>16,30</b>
50%	15,33	15,77	16,29	16,89	17,46
60%	16,36	16,83	17,37	18,02	18,62
70%	17,38	17,88	18,46	19,14	19,79

**Tabela 5:** Análise de cenários alternativos para o valor de mercado da Gol (em R\$ bilhões) em 2009 tomando como variáveis a restrição futura de crescimento em dois anos e o preenchimento percentual do limite de capital estrangeiro total.

Restrição Futura	Preenchimento da restrição de capital estrangeiro					
	50%	60%	70%	80%	90%	100%
30%	13,98	14,05	14,11	14,18	14,25	14,31
35%	14,18	14,29	14,40	14,51	14,61	14,72
40%	14,42	14,58	14,73	14,89	15,04	15,20
45%	14,71	14,92	15,13	15,34	15,55	15,76
49%	14,97	15,24	15,50	15,77	16,03	16,30

## 5.4. Análise dos Resultados

Os cenários analisados mostram a possibilidade de injeção de volumosos recursos financeiros como consequência de uma eventual mudança de restrição de capital estrangeiro, chegando a 19% de aumento do valor de mercado para a Gol e 22% para a TAM para o cenário mais otimista. Outros cenários também foram avaliados com base na variação de algumas hipóteses a respeito de:

- **Restrição futura:** Diversos técnicos e políticos envolvidos na discussão de mudança da restrição tomam o exemplo de Índia, China e União Européia e recomendam o limite de 49%. Foram feitas estimativas para cenários outros (30% a 49%);

- **Crescimento:** As hipóteses de crescimento adotadas foram estimadas baseando-se no crescimento dos últimos 24 meses, como mostra a série no Gráfico 2. Foi introduzido um intervalo de crescimento de 30% a 70% para a Gol e de 40% a 80% para a TAM no período de 24 meses;

▪ **Preenchimento da restrição:** Em 2007, TAM e Gol tinham capital estrangeiro no limite do permitido por lei. Até metade do mesmo ano, a BRA vendeu, de uma só vez, 20% de seu capital ordinário à fundos estrangeiros<sup>[13]</sup>. Tais fatos corroboram a premissa de 100% de preenchimento de capital estrangeiro nos 24 primeiros meses. Contudo, como abordado no início desta seção, o setor de transporte aéreo é extremamente dependente de investimentos em infra-estrutura e, portanto, a estimativa de 24 meses para 100% de preenchimento pode ser um tanto otimista. Por isso foram analisados cenários outros, de 50% a 100%.

As três variáveis acima descritas são interdependentes. Invariavelmente as companhias já crescerão por si só por conta do aumento de demanda do mercado. O abrandamento da restrição impulsionará esse crescimento e o preenchimento da restrição, por sua vez, é motivado pela expectativa de crescimento do setor.

## 6. CONCLUSÕES

O presente trabalho efetuou um estudo dos impactos da alteração da atual restrição de capital estrangeiro em companhias aéreas brasileiras, prevista no Código Brasileiro de Aeronáutica. Para isso, foi desenvolvido um modelo de simulação que incorporou algumas variáveis quanto a cenários pós-mudança da regra. Este modelo se constitui na primeira iniciativa de avaliação deste importante tema encontrada na literatura nacional.

Há uma corrente em desenvolvimento que sustenta a inevitabilidade de acordos multilaterais como forma de efetiva internacionalização das companhias aéreas. Tais acordos se dariam entre blocos econômicos ou regionais e não mais bilateralmente entre pares de países. O gatilho de tais acordos seria a efetivação do que já se planeja entre Estados Unidos e União Européia, o supracitado acordo de “*open area*”. Na hipótese de os E.U.A. continuarem relutantes a um acordo deste tipo, existe a alternativa de fazê-lo primeiramente com outros países e blocos econômicos, como por exemplo Canadá e Ásia (na forma do *APEC – Asia Pacific Economic Cooperation*). Acredita-se assim que naturalmente o país norte-americano entraria em negociações de acordos multilaterais. Uma outra via possível seria o estabelecimento de acordos multilaterais, consistindo basicamente de blocos de acordos bilaterais dentro de um mesmo padrão (mas ainda entre “pares” e não blocos). Isso agregaria

flexibilidade à nações que em um momento não se sentissem preparadas a entrar no acordo, permitindo-lhes uma entrada posterior, seguindo os padrões estabelecidos no acordo.

Conforme foi abordado, um acordo multilateral já existente entre E.U.A. e um grupo de países (Brunei, Chile, Nova Zelândia, Peru, Samoa e Cingapura) é um exemplo de liberalização progressiva atingido pelos Estados Unidos. Embora estejam em curso discussões entre este país e a União Européia para um grande acordo multilateral, questões envolvendo um ponto ótimo de restrição de capital, cabotagem, direitos de tráfego, rotas, capacidade, slots, tarifas e competição tomarão longo tempo. Dada a inflexibilidade de certos países (em particular os E.U.A.), nações com interesse em desenvolver seus mercados de transporte aéreo tem de buscar meios internos de internacionalização como meio para desenvolver a competitividade e atingir o crescimento. Flexibilidade na composição de capital é uma forma eficiente para que as companhias possam reagir mais rapidamente à nova dinâmica do mercado.

O embate para suavizar a restrição se dá pelo fato de não haver consenso: nações ricas, com companhias sólidas e bem estabelecidas (não obstante as dificuldades econômicas recentes) são favoráveis, enquanto que nações mais pobres, com economias mais vulneráveis à livre competição, são contra as mudanças por medo das conseqüências.

O presente trabalho mostrou também que houve situações recentes em que se questionou a legitimidade de limite de capital estrangeiro em transações da Varig, conseqüência do interesse de investidores externos em capital nacional.

Além disto, estimaram-se valores de injeção de capital nas duas principais companhias nacionais em cenários pós-mudança com diferentes hipóteses de crescimento com o intuito de mostrar a magnitude de recursos financeiros a serem captados caso a restrição venha a ser alterada. Contudo, vale ressaltar que o maior benefício possivelmente se concentrará em empresas aéreas regionais, que atualmente crescem a um ritmo mais acelerado que as grandes companhias domésticas. Trata-se de companhias pequenas, de capital fechado, cuja captação de recursos financeiros não é tão fácil quanto o é para as grandes empresas. O aumento de competitividade por diversas vezes citado como benefício da mudança viria do crescimento de empresas regionais.

Dentro da discussão global de mudança de restrição, o Brasil ocupa um lugar peculiar: um mercado doméstico duopolizado com grandes dificuldades para a entrada de novos competidores. Este fato é, pois, o maior argumento a favor da mudança da restrição de capital como forma de impulsionar o crescimento de empresas já existentes e a criação de novas.

## 7. GLOSSÁRIO

*Overbooking* é termo usado para situações em que um passageiro é impedido de viajar por conta do excesso de passageiros em um voo, ou seja, quando a venda de passagens aéreas e a apresentação dos passageiros para embarque ocorrem em número superior ao dos lugares da aeronave. O *overbooking* passou a ser praticado pelas empresas aéreas com o argumento de que muitos passageiros com reservas confirmadas não se apresentavam para o embarque e causavam prejuízos. Visando minimizar esse prejuízo passaram as empresas aéreas a aceitar reservas e a vender mais bilhetes em número superior aos assentos disponíveis.

*Low cost carrier* é o termo usado para referir-se à companhias que em geral oferecem tarifas baixas em troca da ausência de muitos serviços e características tradicionais (alimentação e entretenimento a bordo, vasta equipe de atendimento no aeroporto, grande tempo de solo).

*DOT (Department of Transportation)*: Agência federal norte-americana dedicada a regular os transportes naquele país.

*ICAO (International Civil Aviation Organization)* é uma agência das Nações Unidas cujo papel é padronizar os princípios e técnicas do transporte aéreo internacional.

*ASA (Air Service Agreements)* são acordos que regulam a operação de companhias aéreas internacionais (transportando passageiros e/ou carga) entre dois ou mais países.

*Hub and Spoke* é o sistema de distribuição de rotas em que determinados pontos-chave do sistema são responsáveis por receber uma grande quantidade de passageiros e redistribuí-los para seus destinos finais, ao contrário do sistema “ponto a ponto”.

## 8. BIBLIOGRAFIA

[1] Y.C. Chang, G. Williams, C.J. Hsu. The evolution of airline ownership and control provisions. *Journal of Air Transport Management*, v. 10, n. 3, p. 161-172, 2004.

[2] Arlington, D.T. Liberalisation of restrictions on foreign ownership in US air carriers: the United States must take the first step in aviation globalisation. *Journal of Air Law and Commerce*, v. 59, p. 133–192, 1993.

[3] Van Fenema, H.P. National ownership and control provisions remain major obstacles to airline mergers. *ICAO Journal*, v. 9, p. 7–9, 2002.

[4] Carney, M.; Dostaler, I. Airline ownership and control: A corporate governance perspective. *Journal of Air Transport Management*, v. 12, n. 2, p. 63-75, 2006.

[5] Governo pode elevar capital estrangeiro nas aéreas. *Valor Econômico Online*, São Paulo, 27, Dezembro, 2006.

Disponível em:

[http://www.valoronline.com.br/compra\\_online/login.aspx?ReturnUrl=%2fvalornline%2fGeral%2femresas%2ftransportes%2fgoverno%2fpode%2felevar%2fcapital%2festrageiro%2fnas%2faéreas%26areaid%3d12%26editionid%3d1892](http://www.valoronline.com.br/compra_online/login.aspx?ReturnUrl=%2fvalornline%2fGeral%2femresas%2ftransportes%2fgoverno%2fpode%2felevar%2fcapital%2festrageiro%2fnas%2faéreas%26areaid%3d12%26editionid%3d1892)

Acesso em: 14 de maio de 2007.

[6] Apagão aéreo faz Lula voltar a reunir Conselho para abrir setor de aviação. *Agência de notícias O Globo*, Rio de Janeiro, 21, Janeiro, 2007.

Disponível em: <http://g1.globo.com/Noticias/Brasil/0,,MUL191726-5268,00-APAGAO+AEREO+FAZ+LULA+VOLTAR+A+REUNIR+CONSELHO+PARA+ABRIR+SETOR+DE+AVIACAO..html>

Acesso em: 16 de maio de 2007.

[7] Jobim defende maior participação de estrangeiros em aviação brasileira. *Folha Online*, São Paulo, 15, Novembro, 2007.

Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u346012.shtml>

Acesso em: 15 de novembro de 2007.

[8] Venda da VarigLog gera polêmica e credores ameaçam recorrer. *Folha Online*, São Paulo, 28, Abril, 2005.

Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult31u246812.shtml>

Acesso em: 16 de maio de 2007.

[9] Venda da VarigLog para a Volo ainda é questionada. *Agência O Estado*, 21, Julho, 2006.

Disponível em: [http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20060721/not\\_imp85202,0.php](http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20060721/not_imp85202,0.php)

Acesso em: 16 de maio de 2007.

[10] Sócios da AeroLB conversam sobre compra de fatia na Varig, Agência Reuters, 18, Janeiro, 2006.

Disponível em: <http://noticias.uol.com.br/ultnot/reuters/2006/01/18/ult29u45394.jhtm>

Acesso em: 18 de maio de 2007.

[11] Fundo dos Estados Unidos cobra dívida da VarigLog. *Folha Online*. 4, Outubro, 2007.

Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u333794.shtml>

Acesso em: 2 de novembro de 2007.

[12] Sem dinheiro em caixa, Varig pode paralisar operação. *Valor Online*. 5, Abril, 2006.

Disponível em:

[http://www.valoronline.com.br/compra\\_online/login.aspx?ReturnUrl=%2fvalornline%2fGeral%2femresas%2ftransportes%2fsem%2fdinheiro%2em%2caixa%2varig%2pode%2paralisar%2operacao%26areaid%3d12%26editionid%3d13049](http://www.valoronline.com.br/compra_online/login.aspx?ReturnUrl=%2fvalornline%2fGeral%2femresas%2ftransportes%2fsem%2fdinheiro%2em%2caixa%2varig%2pode%2paralisar%2operacao%26areaid%3d12%26editionid%3d13049)

Acesso em: 16 de junho de 2007.



[13] Anac aprova venda da Varig Log para a Volo e abre caminho para que empresa compre a Varig. *Valor Online*. 24, Junho, 2006.

Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/mat/2006/06/24/284416368.asp>

Acesso em: 16 de junho de 2007.

[14] Gol estuda abrir subsidiária na Argentina para operar rotas locais, *Agência o Globo*, 19, Janeiro, 2007.

Disponível em: [http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,AA1426743-9356,00.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,AA1426743-9356,00.html)

Acesso em: 29 de junho de 2007.

## **9. ANEXO 1: A LEI 7.565/1986 CAPÍTULO III SEÇÃO I**

### **CAPÍTULO III**

Serviços Aéreos Públicos

### **SEÇÃO I**

Da Concessão ou Autorização para os Serviços Aéreos Públicos

**Art. 180.** A exploração de serviços aéreos públicos dependerá sempre da prévia concessão, quando se tratar de transporte aéreo regular, ou de autorização no caso de transporte aéreo não regular ou de serviços especializados.

**Art. 181.** A concessão somente será dada à pessoa jurídica brasileira que tiver:

**I** - sede no Brasil;

**II** - pelo menos 4/5 (quatro quintos) do capital com direito a voto, pertencente a brasileiros, prevalecendo essa limitação nos eventuais aumentos do capital social;

**III** - direção confiada exclusivamente a brasileiros.

§ 1º As ações com direito a voto deverão ser nominativas se se tratar de empresa constituída sob a forma de sociedade anônima, cujos estatutos deverão conter expressa proibição de conversão das ações preferenciais sem direito a voto em ações com direito a voto.

§ 2º Pode ser admitida a emissão de ações preferenciais até o limite de 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas, não prevalecendo as restrições não previstas neste Código.

§ 3º A transferência a estrangeiro das ações com direito a voto, que estejam incluídas na margem de 1/5 (um quinto) do capital a que se refere o item II deste artigo, depende de aprovação da autoridade aeronáutica.

§ 4º Desde que a soma final de ações em poder de estrangeiros não ultrapasse o limite de 1/5 (um quinto) do capital, poderão as pessoas estrangeiras, naturais ou jurídicas, adquirir ações do aumento de capital.

## FOLHA DE REGISTRO DO DOCUMENTO

1. CLASSIFICAÇÃO/TIPO <p style="text-align: center;">TC</p>	2. DATA 20 de novembro de 2007	3. DOCUMENTO N° CTA/ITA-IEI/TC-006/2007	4. N° DE PÁGINAS 46
5. TÍTULO E SUBTÍTULO: Estudo da Mudança de Restrição de Participação de Capital Estrangeiro nas Companhias Aéreas Brasileiras			
6. AUTOR(ES): <b>Yuri Tavares Kretzmann</b>			
7. INSTITUIÇÃO(ÕES)/ÓRGÃO(S) INTERNO(S)/DIVISÃO(ÕES): Instituto Tecnológico de Aeronáutica. Divisão de Engenharia Civil – ITA/IEI			
8. PALAVRAS-CHAVE SUGERIDAS PELO AUTOR: Transporte Aéreo, Regulação, Restrição de Investimento Estrangeiro			
9. PALAVRAS-CHAVE RESULTANTES DE INDEXAÇÃO: Transporte aéreo; Investimentos estrangeiros; Legislação; Capital; Operações de linhas aéreas; Transportes; Economia			
10. APRESENTAÇÃO: Trabalho de Graduação, ITA, São José dos Campos, 2007. 46 páginas.			
		<input checked="" type="checkbox"/> Nacional	<input type="checkbox"/> Internacional
11. RESUMO: Este trabalho destina-se a fornecer uma visão clara das conseqüências diretas da mudança de restrição de capital estrangeiro no contexto brasileiro. Para tanto, foram analisados os cenários e contextos de algumas nações que passaram por mudanças em suas leis, ressaltando a vulnerabilidade da lei brasileira através de uma retrospectiva da compra da Varig. As conseqüências diretas qualitativas são seguidas por uma análise financeira baseando-se no valor de mercado das empresas para estimar o impacto de uma eventual mudança na lei.			
12. GRAU DE SIGILO: <b>(X) OSTENSIVO</b> ( ) RESERVADO      ( ) CONFIDENCIAL      ( ) SECRETO			