

# AQUISIÇÃO DA WEBJET PELA GOL, FLUXO DE CAIXA DESCONTADO E Q DE TOBIN

**Carlos Henrique Rocha**  
**Paulo Augusto P. de Britto**  
Universidade de Brasília

## RESUMO

Em 2011, a Webjet foi incorporada pela Gol. Os acionistas da companhia adquirida receberam R\$ 70 milhões da adquirente. As operações da Webjet seguiram separadas das operações da Gol. Este artigo analisa essa transação ainda não estudada pela literatura científica. Usou-se (a) o método do fluxo de caixa descontado (DCF) para investigar se a compra foi favorável aos acionistas da Webjet e (b) o  $q$  de Tobin para averiguar se houve ganho sinérgico. Os acionistas da Webjet ganharam e não foi possível apurar ganho sinérgico. Em 2012, a Webjet foi definitivamente encerrada com dispensa de pessoal. Este artigo contribui para ampliar o conhecimento aplicado sobre causas e consequências de incorporações de companhias aéreas. Os seus achados se somam aos de outros acadêmicos cujas análises demonstram que as companhias-alvo são geralmente beneficiadas com as fusões e incorporações e que nenhum valor sinérgico é registrado nestes casos.

## ABSTRACT

In 2011, Webjet was incorporated by Gol. The shareholders of the acquired company received R \$ 70 million from the acquirer. Webjet's operations remained separate from Gol's operations. This article analyzes this transaction not yet studied by the scientific literature. The discounted cash flow method (DCF) was used to investigate whether the purchase was favorable to Webjet shareholders and (b) Tobin's  $q$  to see if there was synergistic gain. The shareholders of Webjet won and it was not possible to establish synergetic gains. In 2012, Webjet was definitely closed down with a staff waiver. This article contributes to broader applied knowledge about causes and consequences of airline incorporations. Their findings are in addition to those of other academics whose analysis shows that target companies are generally benefited by mergers and that no synergetic value is recorded in these cases.

## 1. INTRODUÇÃO

O mundo tem registrado fusões de empresas em todos os setores da economia, inclusive no setor da aviação civil. Nas últimas décadas, um movimento de desregulamentação e liberalização desse setor, seja em mercados nacionais, seja na política de céus abertos em diversos países, permitiu não somente a fusão, mas associações de companhias aéreas sob diferentes formas, tais como *codeshare* e alianças (Greaves, 2003). Tal movimento de liberalização, além dos efeitos observados no mercado, despertou interesse de pesquisadores e reguladores. Um exemplo disso consiste da criação, no âmbito da Comissão Europeia, do *Air Traffic Working Group*, de um grupo de trabalho dedicado à promoção da cooperação entre órgãos governamentais no que diz respeito a políticas de incentivo à competição no setor.

Com respeito às respostas privadas, uma lista ilustrativa e não exaustiva de transações mundiais de fusões e incorporações de companhias aéreas inclui, na América do Norte, as companhias Delta e Northwest em 2008, Southwest e Air Tran em 2010 e United e Continental em 2010; na Europa, KLM e Air France em 2003 e Iberia e British em 2010; na Ásia, Scoot e Tigerair em 2016; e, na América do Sul, Gol e Varig em 2006, Gol e Webjet em 2008 e LAN e TAM em 2012.

Em 2008, a Gol e a Webjet fecharam um acordo para estabelecer as linhas gerais de um futuro contrato de aquisição (Onto, 2016). No início de julho de 2011, a Gol anunciou a compra da concorrente Webjet. O interesse alegado pela Gol era principalmente por autorizações de uso de uma faixa de tempo (relacionada a determinado espaço no aeroporto) que a Webjet poderia

utilizar para realizar os procedimentos de aterrissagem e decolagem de suas aeronaves em determinado aeroporto, os *slots*, sobretudo em aeroportos com alta demanda de passageiros, como o aeroporto de Santos Dumont na cidade do Rio de Janeiro. Nessa negociação, os acionistas da Webjet receberam R\$ 70 milhões, enquanto o passivo oneroso dessa companhia transferido para a Gol foi avaliado em R\$ 215 milhões. O Conselho Administrativo de Defesa Econômico (CADE) deferiu a transação de incorporação da Webjet pela Gol, mas com uma ressalva, qual seja: a Gol ficou obrigada a manter pelo menos 85% dos horários da Webjet de decolagens e aterrissagens no aeroporto de Santos Dumont.

Este artigo analisa essa transação ainda não estudada pela literatura científica. Usou-se o método do fluxo de caixa descontado (DCF) para investigar se a compra foi favorável aos acionistas da Webjet e o  $q$  de Tobin para examinar se houve ganho sinérgico (Gol-Webjet).

Especialistas em métodos científicos costumam dizer que muito do conhecimento acumulado pela humanidade no decorrer dos séculos foi adquirido através da prática empírica (Gil, 2002; Martins e Theóphilo, 2007). É com esta perspectiva que este artigo contribui para ampliar o conhecimento aplicado sobre causas e consequências de incorporações de companhias aéreas.

Na sequência, apresenta-se o quadro teórico de referência, seguido de uma breve revisão de literatura a respeito de fusões e incorporações de empresas, dos procedimentos metodológicos e da análise econômico-financeira da aquisição da Webjet pela Gol, respectivamente, nas seções 2, 3, 4 e 5. Encerra-se o artigo com as considerações finais, na seção 6.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Operações de fusões e aquisições**

O crescimento corporativo ocorre, frequentemente, por expansão interna da empresa, quando uma de suas divisões se expande por meio de decisões de orçamento de capital. Todavia, uma forma dramática de crescimento corporativo resulta de operações de fusão.

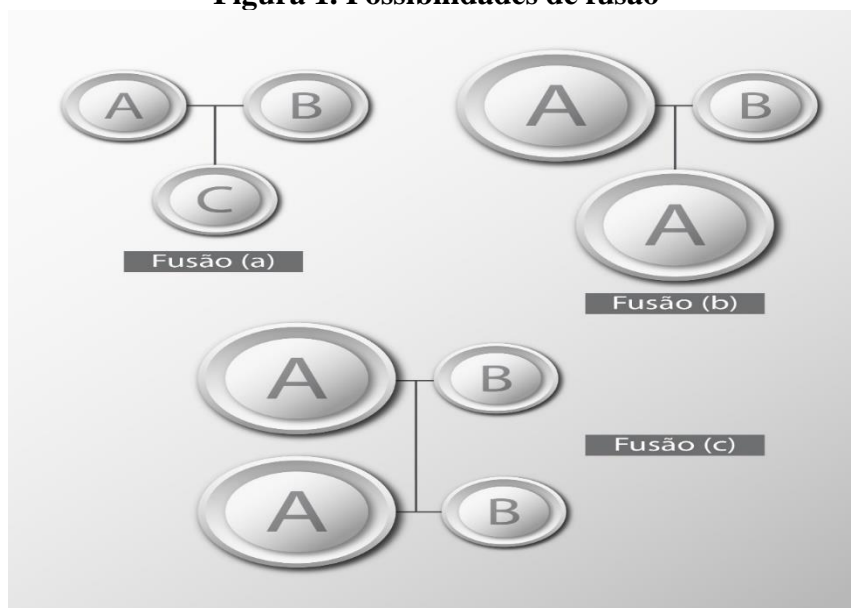
As fusões são classificadas assim: fusão horizontal, fusão vertical e fusão conglomerada. A fusão horizontal acontece quando envolve duas empresas até então concorrentes no mesmo setor. Uma fusão vertical é caracterizada pela união de duas empresas de setores diferentes, mas com a especificidade de uma produzir um insumo necessário à outra. A fusão conglomerada, por fim, envolve empresas de diferentes setores da economia (Brealey e Myers, 1992; Ross et al, 2015).

Admite-se três possibilidades de fusão. Na primeira delas, as empresas A e B se atam, encerram sua existência legal, e criam a empresa C, simbolizada no painel (a) na Figura 1. Na segunda, as empresas ou conglomerados A e B se juntam, sendo que A ou B mantém seu nome e sua identidade e compra todos os ativos e passivos da outra empresa, retratada no painel (b) na Figura 1. Na terceira, as empresas A e B se unem, mas ambas são mantidas existentes (painel (c) na Figura 1).

A principal motivação para a maioria das fusões é vislumbrar que existe sinergia entre as empresas combinadas; isto é, conjectura-se que as duas empresas valem mais juntas do que separadas. Em geral, a literatura aplicada tem investigado se uma fusão: (a) resultou em valor sinérgico ou (b) beneficiou somente os acionistas das empresas adquiridas. Algumas fusões fracassaram quanto ao benefício sinérgico, mas, quase sempre, os acionistas das empresas

adquiridas saem vitoriosos (Camargos e Barbosa, 2009; Haleblan et al, 2009; Halpern, 1983; Romano, 2013; Romano e Almeida, 2015; Trautwein, 1990).

**Figura 1. Possibilidades de fusão**



Fonte: Elaborada pelo autor.

Outras motivações para fusões são (Baye, 2010; Brigham e Ehrhardt, 2017): compra de ativos por valor abaixo do valor de reposição; redução de custos de transação; ampliação dos benefícios de economias de escala e escopo; diversificação quando da fusão de empresas que atuam em mercados distintos; considerações sobre impostos, quando uma empresa lucrativa adquire uma empresa que acumula grandes perdas que podem ser convertidas em menos impostos devidos no futuro; possibilidade de venda separada dos ativos da empresa adquirida por valor maior que o valor da empresa; e incentivos pessoais dos gerentes que, ainda que não reconheçam, buscam maior poder associado ao comando de uma empresa maior.

Em teoria, a análise de fusões é simples. A companhia avalia o valor da empresa a ser adquirida e, então, determina se esta pode ser adquirida por aquele valor ou, preferencialmente, por menos que o valor estimado. A companhia a ser adquirida, por outro lado, deve aceitar a oferta se o preço oferecido exceder seu valor, em caso de continuar a operar separadamente, ou se exceder o preço oferecido por outro adquirente. Teoria à parte, na prática algumas dificuldades seimpõem, sobretudo na implementação dos métodos de avaliação no que diz respeito à determinação dos parâmetros e na realização de projeções acerca de valores futuros (Brigham e Ehrhardt, 2017).

## 2.2 Métodos de avaliação de empresas aplicados à análise de fusões

Os principais métodos para estimar o valor de uma empresa (*valuation*) são: (a) método patrimonial e critério de mensuração de ativos, (b) método de múltiplos de mercado, (c) método do fluxo de caixa descontado (DCF) e (d) método do  $q$  de Tobin.

O primeiro método calcula o valor da empresa com base no valor do respectivo patrimônio líquido (PL). O valor do PL é obtido residualmente pela diferença entre o valor mensurado do ativo total e o do passivo oneroso, ou exigível. Esse método é recomendado para a avaliação de bens e direitos da empresa em caso de sua dissolução, não levando em conta os usos de tais ativos na consecução do negócio da empresa que os detém (Damodaran, 2008). O segundo método consiste em determinar o valor da empresa comparando seu desempenho com o de empresas congêneres cotadas em bolsa de valores. Esse método de avaliação relativa avalia os ativos com base na forma como ativos similares são precificados no mercado, assumindo que o mercado precifica, em média, as empresas comparáveis de modo correto. É um método de precificação dito indireto, pois não necessita de informações específicas dos ativos do negócio que se avalia, nem de sua gestão. O terceiro método estima o valor da empresa descontando os seus fluxos esperados futuros de caixa, guardando uma relação estrita entre o valor do negócio e o de seus produtos, seus ativos e sua gestão. Tal método é advogado para situações em que se deseja adquirir um negócio com o objetivo de mantê-lo operacional (Assaf Neto, 2003, Copeland et al, 2002). O quarto método consiste em determinar o valor da empresa por meio da razão do valor de mercado da soma do endividamento com do capital próprio de uma empresa pelo custo de reposição de seus ativos (Brealey e Myers, 1992; Chappell Jr. e Cheng, 1984).

### 2.2.1 Valor da companhia adquirida

Os fluxos esperados de caixa costumam ser estimados com base em informações conjunturais, na performance esperada setorial e da própria empresa e no desempenho sistêmico futuro. É usual dividir a totalidade do horizonte de tempo em duas partes, assim denominadas: (a) período explícito ( $t = 1, \dots, N$ ) e (b) período perpétuo ( $t = N+1, \dots, +\infty$ ).

O valor da empresa para o período explícito é dado pela equação (1):

$$VE_{PE} = \sum_{t=1}^N \frac{FC_t}{(1+\delta)^t} \quad (1)$$

Em que:  $VE_{PE}$  é o valor da empresa, considerando o período explícito de projeção;  
 $FC_t$  é o fluxo de caixa projetado para o período  $t$ ;  
 $\delta$  é a taxa de desconto;  
 $N$  é o horizonte de tempo do período explícito.

A taxa de desconto  $\delta$  pode ser obtida com o emprego do modelo do custo médio ponderado do capital (nominada de taxa WACC); pondera-se os custos do capital próprio e de terceiros pela respectiva participação de cada um deles na empresa (Ross et al, 2015). Uma representação típica para a taxa WACC é ( $\lambda_P + \lambda_T = 1$ ):

$$T_{WACC} = \lambda_P \times C_P + \lambda_T \times C_T \times (1 - \tau) \quad (2)$$

Em que:  $T_{WACC}$  é a taxa WACC;  
 $\lambda_P$  é a participação do capital próprio na empresa;  
 $C_P$  é o custo do capital próprio;  
 $\lambda_T$  é a participação do capital de terceiros na empresa;  
 $C_T$  é o custo do capital de terceiros (dívida);  
 $\tau$  é a alíquota de imposto de renda.

O custo do capital de terceiros na equação (2) é multiplicado por  $(1 - \tau)$  porque os juros são dedutíveis do imposto de renda para a pessoa jurídica, no Brasil e na maioria dos países mundiais. O custo do capital próprio pode ser calculado por meio do modelo CAPM (Damodaran, 2008; Ross et al, 2015). O custo do capital de terceiros é igual a média ponderada das taxas internas de retorno dos meios de se levantar este tipo de capital (Brealey e Myers, 1992; Ross et al, 2015; Titman e Martin, 2010).

O valor da empresa para o período perpétuo é conforme a equação (3):

$$VE_{PP} = \frac{FC_{PP}}{\delta} \times \frac{1}{(1 + \delta)^N} \quad (3)$$

Em que:  $VE_{PP}$  é o valor da empresa, considerando o período perpétuo de projeção;  
 $FC_{PP}$  é o fluxo de caixa projetado para o período perpétuo;  
 $\delta$  é a taxa de desconto;  
 $N$  é horizonte de tempo do período explícito.

O fluxo de caixa perpétuo pode ser estimado de inúmeras maneiras. Uma delas é igualar a média dos três últimos fluxos esperados de caixa do período explícito, por exemplo (Assaf Neto, 2003). Muitos especialistas adotam uma taxa de crescimento ( $g$ ) para os fluxos de caixa a contar de  $N+1$  até  $T$  (Brigham e Ehrhardt, 2010; Ross et al, 2015), assim:

$$VE = \sum_{t=1}^N \frac{FC_t}{(1 + \delta)^t} + \frac{FC_N \times (1 + g)}{(1 + \delta)^{N+1}} + \frac{FC_N \times (1 + g)^2}{(1 + \delta)^{N+2}} \dots \quad (4)$$

A taxa  $g$  é usualmente calculada assim (Berk e Demarzo, 2010; Ross et al, 2015):

$$g = \theta \times RSRL \quad (5)$$

Onde  $\theta$  é a taxa de retenção de lucro e  $RSRL$  é o retorno sobre a reserva de lucro.

Finalmente, o valor da empresa ( $VE$ ) calculado pelo método do fluxo de caixa descontado é dado pela equação (6):

$$VE = VE_{PE} + VE_{PP} \quad (6)$$

O ganho financeiro da companhia adquirida pode ser representado assim (Haleblian et al, 2009):

$$GF = VA - VE \quad (7)$$

Em que:  $GF$  é o ganho financeiro da empresa adquirida;  
 $VA$  é o valor de aquisição pago pela empresa adquirente;  
 $VE$  é o valor da empresa adquirida.

Se  $GF$  for maior do que zero, diz-se, então, que houve uma compra desvantajosa. Se  $GF$  for menor do que zero, diz-se, portanto, que houve uma compra vantajosa. Se  $GF$  for igual a zero, não há ganho para a adquirida.

### **Valor sinérgico: $q$ de Tobin**

O  $q$  de Tobin pode funcionar como uma medida sinérgica da incorporação (Famá e Barros, 2000; Nogueira et al, 2010). O  $q$  será calculado conforme sugerido por Chung e Pruitt (1994), os quais tornaram o indicador empiricamente calculável (Colauto et al, 2009). O  $q$  de Chung-Pruitt é definido assim:

$$q = \frac{VMA + D}{AT} \quad (8)$$

Quando  $VMA$  é o valor de mercado das ações da companhia,  $D$  é o valor da dívida (dívida de curto prazo menos ativo circulante mais dívida de longo prazo) e  $AT$  é o ativo total.

Se o  $q$  for maior (menor) do que 1, para o caso da companhia adquirente, e após a incorporação, diz-se que houve (não houve) valor sinérgico.

### **3. REVISÃO DE LITERATURA**

A literatura científica a respeito de fusões e incorporações é pródiga, cobrindo as mais variadas atividades econômicas. O Quadro 1 relaciona os estudos revisados segundo a atividade econômica, estratificada conforme proposto por Foote e Hatt (1953). É óbvio que esta lista de estudos é não exaustiva.

**Quadro 1:** Artigos revisados segundo a atividade econômica

Estrato	Atividade econômica	Autor
Extrativo	Minério de ferro	Lundmarka e Nilsson (2003)
	Petróleo	Nascimento (2013)
Produção de bens	Alimentício	Romano e Almeida (2015)
	Papel	Nascimento (2013)
Serviços domésticos	Hotel	Nascimento (2013)
Negócios e comércio	Transporte	Li et al (2004), Liang (2013), Romano (2013)
	Instituição financeira	Brito et al (2005), Houston et al (2001), Nascimento (2013)
Potencial humano	Saúde	Nascimento (2013), Srivastava (2018)
	Educação	Bates e Santerre (2000)

Em 2001, as mineradoras brasileiras Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) e a japonesa Mitsui compraram a brasileira Caemi Mineração e Metalurgia S.A. Lundmarka e Nilsson (2003) investigaram os efeitos desta fusão e concluíram que ela foi prejudicial para o mercado mundial de minério de ferro.

Li et al (2004) estudaram vinte e sete companhias aéreas da Ásia do Pacífico, da Europa e dos Estados Unidos. Por meio da estimativa do  $q$  de Tobin para cada companhia, eles inferiram que

os mercados que elas operavam eram competitivos ( $q < 1$ ) e, por isto, de baixo incentivo para a realização de aquisições. Os menores valores para  $q$  couberam às companhias europeias.

Liang (2013) estudou por meio de modelo econométrico os efeitos das mudanças de tarifas devido à fusão das companhias americanas Delta e Northwest. Os seus resultados mostraram que as tarifas cobradas após a fusão aumentaram ligeiramente para voos de curta distância e aumentaram substancialmente para voos de longa distância, demonstrando que a fusão garantiu algum poder de mercado para a adquirente.

A fusão entre a companhia aérea brasileira TAM e a chilena LAN foi anunciada no dia 13 de agosto de 2010. A TAM foi incorporada pela LAN. Segundo Romano (2013), por meio de estudos de evento, a fusão criou algum valor sinérgico. Os acionistas da TAM obtiveram maiores retornos com a venda da companhia.

A incorporação da Sadia pela Perdigão foi selada em 2011. Romano e Almeida (2015) mensuraram a criação de valor desta fusão, empregando estudos de evento. Os autores concluíram que os sócios de ambas empresas foram favorecidos, mas os sócios da empresa adquirida obtiveram melhores resultados.

Nascimento (2013) mostra que o método do fluxo de caixa descontado (DCF) tem sido amplamente usado pela Comissão de Valores Mobiliários do Brasil para avaliar ofertas públicas de aquisição. A sua amostra encerra empresas de diferentes atividades econômicas, conforme assinalado no Quadro 1.

Bates e Santerre (2000) analisaram fusões horizontais ocorridas no mercado americano de instituições de ensino superior não-lucrativas. Segundo eles, os principais motivos para as fusões foi a redução de custos e a possibilidade de implantar uma administração mais comedida. Mesmo que essas organizações sejam sem fins lucrativos, elas podem almejar oferecer dado nível de serviço ao menor custo possível, ressaltam os autores.

Inúmeras fusões e incorporações têm ocorrido na indústria da saúde ao redor do mundo, destaca Srivastava (2012). O autor analisa duas grandes fusões da indústria mundial de fármacos: a aquisição da indiana Ranbaxy pela japonesa Daiichi e a compra da americana Wyeth pela também americana Pfizer. A sua análise foi conduzida por meio de modelo de valoração de marcas, modelo *brand equity*. Os achados de Srivastava (2012) foram a favor do benefício sinérgico.

Brito et al (2005) analisaram fusões de instituições financeiras no Brasil entre 1997 e 2003. Eles usaram os métodos de estudos de evento. Os seus resultados mostraram que não houve indicação estatística significativa de criação de valor para os bancos adquirentes. Houston et al (2001) investigaram também fusões de grandes bancos mundo afora no período de 1985-1996. A base da análise adotada foi o método do fluxo de caixa descontado (DCF). Os resultados deles não foram favoráveis aos bancos adquirentes, mas, por outro lado, indicaram que os bancos adquiridos se beneficiaram com as fusões.

Enfim, o que se pode dizer desta breve revisão é que a literatura aplicada a respeito de fusões e incorporações é não-conclusiva.

## 4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

### 4.1 Valor da empresa

Para calcular o valor de uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado é necessário definir quatro ingredientes principais, de acordo com a equação (6):

- a) O horizonte de tempo do período explícito;
- b) A taxa de desconto;
- c) O fluxo esperado de caixa para cada ano do período explícito;
- d) O fluxo de caixa projetado para o período perpétuo.

A literatura aplicada costuma definir o período explícito de previsão como sendo não superior a dez anos (Assaf Neto, 2003). Quanto à taxa de desconto, sua definição depende da forma de uso dessa taxa. No caso de aquisições, situação em que o patrimônio líquido adquirido de seus proprietários é como um valor residual correspondente à diferença entre ativos totais e exigíveis totais, a taxa apropriada para descontar os fluxos esperados de caixa é a taxa que leva em conta somente o custo do capital próprio,  $C_P$  (Brigham e Ehrhardt, 2017; Damodaran, 2008).

Os fluxos esperados de caixa para o período explícito e perpétuo serão determinados dentro do modelo representado pelas equações (3) e (5).

No exercício realizado, em que se parte do valor de aquisição de uma empresa, os fluxos de caixa podem ser projetados por meio da aplicação direta da fórmula da anuidade ordinária para uma predefinição do prazo do período explícito.

### 4.2 Q de Tobin

Para o cálculo do  $q$  de Tobin à la Chung e Pruitt (1994) foram necessários os demonstrativos financeiros e os relatórios anuais da administração das companhias aéreas Gol e Webjet de anos anteriores e posteriores à incorporação. Diga-se que não foi difícil obter as informações financeiras dessas companhias aéreas porque eram listadas na bolsa de valores.

## 5. RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 5.1 Ganho da Webjet

Inicialmente, observa-se que a operação de fusão analisada pode ser identificada, pelo menos inicialmente, com o painel (c) na Figura 1. Em termos da análise econômico-financeira, a operação de aquisição da Webjet pela Gol envolveu pagamento de R\$ 70 milhões. Assumindo arbitrariamente o período explícito de 5 anos, foram computados os fluxos de caixa para diferentes taxas de desconto  $C_P$ . A Tabela 1 mostra os resultados das simulações de necessidade anual de fluxo de caixa (anuidade) da Webjet para empatar com o valor de sua aquisição (R\$ 70 milhões), para quatro taxas de desconto ( $g = 0\%$ ).

**Tabela 1:** Simulação da necessidade anual de fluxo de caixa (Webjet)

Taxa de Desconto (% ano)	NAFC (R\$ mil)
12,5%	8.750
15,0%	10.500
17,5%	12.250
20,0%	14.000



---

NAFC = necessidade anual de fluxo de caixa.

As companhias aéreas são ditas de relativo risco empresarial elevado, por isto são aplicadas essas taxas de desconto (Ross et al, 2015). Registre-se que o custo do capital próprio é normalmente superior ao custo do capital de terceiros porque, em geral, o capital de terceiros pode ser reivindicado judicialmente (Brigham e Ehrhardt, 2017). Nas simulações, admitiu-se nenhuma taxa de crescimento dos fluxos de caixa para o período perpétuo ( $g = 0\%$ ).

Para começar, considere a taxa WACC de 12,5% ao ano. Neste caso, a Webjet necessitaria anualmente de fluxo de caixa de R\$ 8,75 milhões, a preços de 2011, entre  $t+1$  e  $T$  ( $T = \infty$ ) para empatar com o seu valor de aquisição. Note-se que, à medida que a taxa WACC aumenta, a estimativa da necessidade anual de fluxo de caixa da Webjet sobe (Tabela 1). Em 2010, a Webjet apurou o melhor resultado líquido de sua história no valor de R\$ 8,0 milhões (ANAC, 2013).

Entre 2012 e 2015, o setor da aviação civil do Brasil amargou déficits anuais crônicos (Tabela 2); nesse período ocorreram pioras nos fundamentos macroeconômicos do país. A Webjet dificilmente conseguiria resultados anuais iguais ou maiores do que R\$ 8,5 milhões após 2012.

**Tabela 2:** Superávit do setor aéreo brasileiro e da Gol (2011-2015)

Ano	Superávit (R\$ mil)	
	Setor	Gol
2012	-1.697.590	-1.512.915
2013	-2.311.749	-724.590
2014	-2.239.163	-1.117.281
2015	-4.789.263	-4.291.240

Fonte: ANAC (2016).

Diante da análise precedente e dos cenários desfavoráveis para a aviação civil brasileira entre 2012 e 2015, é permitido inferir que a transação de compra da Webjet favoreceu aos seus proprietários ( $GF_s > 0$ ). Como observaram Brealey e Myers (1992), em transações de fusão sempre há uma probabilidade maior do que zero de ter ocorrido pagamento em excesso.

Em 2012, a Gol encerrou definitivamente as operações da companhia aérea Webjet; muito provavelmente, o *goodwill* da incorporação foi negativo. Resultado, os acionistas da Gol perderam dinheiro. Mais uma vez, uma transação de incorporação beneficia os acionistas da empresa adquirida, assim como constatado por Camargos e Barbosa (2009), Houston et al (2001), McGee (1989), Romano e Almeida (2015), entre outros.

## 5.2 Valor sinérgico (Gol-Webjet)

A Tabela 3 mostra o  $q$  de Tobin da Gol para os anos de 2010, 2011 e 2012, calculado conforme sugerido por Chung e Pruitt (1994).

**Tabela 3:** Q de Tobin da Gol (2010-2012)

Ano	2010	2011	2012
$q$ de Tobin	1,13	0,81	1,09

Em 2010, a Gol apresentou um  $q$  de 1,13, caindo para 0,81 no ano da incorporação da Webjet, enquanto em 2012 recuperou-se ligeiramente. Em suma, o  $q$  de Tobin da Gol mostra que não houve indícios de sinergia entre as duas companhias.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Acadêmicos de vários campos têm demonstrado crescente interesse em estudar as causas e consequências de fusões e aquisições. A incorporação de uma companhia aérea por outra impacta as próprias companhias envolvidas no processo, os seus funcionários e proprietários, o setor de aviação civil e a sociedade.

Em 2011, a Gol incorporou a Webjet. O CADE aprovou a incorporação, com restrição. A Gol ficou obrigada a manter pelo menos 85% dos horários da Webjet de decolagens e aterrisagens no aeroporto de Santos Dumont. Foram pagos R\$ 70 milhões para os acionistas da companhia incorporada. A Gol manteve a Webjet em operação na época da incorporação. A menos de um ano após a transação Gol-Webjet, a adquirente encerrou em definitivo as operações da adquirida. Boa parcela dos funcionários da Webjet (pilotos, pessoal de manutenção de aeronaves e funcionários de bordo e terra) foi demitida sem prévio aviso, fenômeno que atingiu também a cadeia de negócios da companhia.

Este artigo analisa essa transação financeira que ainda não havia sido estudada pela literatura científica. Para tanto, foi empregado o método do fluxo de caixa descontado para avaliar se houve ganho para a Webjet e o  $q$  de Tobin para mensurar o valor sinérgico da operação. Apesar de os fluxos de caixa da Webjet não terem sido estimados a partir de premissas com base em informações conjunturais, na performance esperada setorial e da própria empresa e no desempenho sistêmico futuro, os resultados apresentados neste artigo fornecem um *benchmark* importante. Constata-se que a transação de compra da Webjet pela Gol favoreceu aos proprietários da companhia adquirida. Para os acionistas da Gol houve destruição de valor, segundo o  $q$  de Tobin da Gol calculado (2010-2012). O artigo procurou contribuir para ampliar o conhecimento aplicado sobre causas e consequências de incorporações de companhias aéreas. Os seus achados se somam aos de muitos outros acadêmicos cujas análises demonstram que as companhias-alvo são geralmente beneficiadas com as fusões e incorporações e que nenhum valor sinérgico é aferido nestes casos.

Por fim, cabe dizer que o estudo pode ser aprimorado se forem avaliados os efeitos, por meio de modelo econométrico, por exemplo, das mudanças de tarifas devido à fusão das duas companhias; medindo o favorecimento de poder de mercado.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANAC. (2013) *Anuário do transporte aéreo*. Brasília, ANAC.
- Assaf Neto, A. (2003) *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas.
- Bates, L. J. e Santerre, R. E. (2000) A time series analysis of private college closures and mergers. *Review of Industrial Organization*, v. 17, n. 3, p. 267–276.
- Berk, J. e Demarzo, P. (2010) *Finanças empresariais: essencial*. Porto Alegre: Bookman.
- Baye, M. R. (2010) *Economia de empresas e estratégias de negócios*. Porto Alegre: Bookman.
- Bena, J. e Li, K. (2014) Corporate innovations and mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, v. 69, n. 5, p. 1923-1960.
- Brealey, R. A. e Myers, S. C. (1992) *Princípios de finanças empresariais*. Lisboa: McGraw-Hill.
- Brigham, E.F. e Ehrhardt, M. C. (2017) *Finanças corporativas: teoria e prática*. São Paulo: Cengage.
- Brito, G. A. S., Batistella, F. D. e Famá, R. (2005) Fusões e Aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. *Revista de Administração*, v. 40, n. 4, p. 353-360.

- Camargos, M. A. e Barbosa, F. V. (2009) Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, v. 49, n. 2, p. 206-220.
- Chappell Jr., H. W. e Cheng, D. C. (1984) Firm's acquisition decisions and Tobin's q ratio. *Journal of Economics and Business*, v. 36, n. 1, p. 29-42.
- Chung, K. H. e Pruitt, S. W. (1994) A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, v. 23, n. 3, p. 70-74.
- Colauto, R. D., Nogueira, I. V. e Lamounier, W. M. (2009) Q de Tobin e indicadores financeiros tradicionais em companhias siderúrgicas com ações na BOVESPA e NYSE. *Reflexão Contábil*, v. 28, n. 3, p. 9-23.
- Copeland, T., Koller, T. e Murrin, J. (2002) *Avaliação de empresas: valuation*. São Paulo: Makron Books.
- Damodaran, A. (2008) *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Famá, R. e Barros, L. A. (2000) Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 7, n. 4, p. 27-43.
- Foote, N. N. e Hatt, P. K. (1953) Social mobility and economic advancement. *American Economic Review*, v. 43, n. 2, p. 364-378.
- GIL, A. C. (2002) *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas.
- Greaves, R. (2003) *Competition law*. New York: Dartmonth Publishing Co.
- Hackbart, D. e Morellec, E. (2008) Stock returns in mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, v. 63, n. 3, p. 1.213-1.252.
- Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A. e Davison, R. B (2009) Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: a review and research agenda. *Journal of Management*, v. 35, n. 3, p. 469-502.
- Halpern, P. (1983) Corporate acquisitions: a theory of special cases? a review of event studies applied to acquisitions. *The Journal of Finance*, v. 38, n. 2. P. 297-317.
- Houston, J. F., James, C. M. e Ryngaert, M. D. (2001) Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, v. 60, p. 285-331.
- Li, M. Z. F., Oum, T. H. e Zhang, Y. (2004) Tobin's q and airline performances. *Public Works Management and Policy*, v. 9, n. 1, p. 51-65.
- Liang, J. (2013) What are the effects of mergers in the U.S. airline industry? an econometric analysis on Delta-Northwest merger. *The Macalester Review*, v. 3, n. 1, p. 1-21.
- Lundmarka, R. e Nilsson, R. (2003) What do economic simulations tell us? Recent mergers in the iron ore industry. *Resources Policy*, v. 29, n. 3-4, p. 111-118.
- Martins, G. A. e Theóphilo, C. R. (2007) *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas.
- McGee, R. W. (1989) The economics of mergers and acquisitions. *The Mid-Atlantic Journal of Business*, v. 25, n. 4, p. 45-55.
- Nascimento, R. C. (2013) Análise das metodologias aplicadas em avaliação de empresas no contexto brasileiro: um estudo sobre as ofertas públicas de aquisição (OPA) *Revista de Finanças Aplicadas*, v. 1, n. 1, p. 1-15.
- Nogueira, I. V., Lamounier, W. M. e Colauto, R. D. (2010) O q de Tobin e o setor siderúrgico: um estudo em companhias abertas brasileiras e norte-americanas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 12, n. 35, p. 156-170.
- Onto, G. (2016) O mercado como um contexto: delimitando o problema concorrencial de uma aquisição empresarial. *Horizontes Antropológicos*, ano 22, n. 45, p. 155-184.
- Porter, M. E. (1979) How competitive forces shape strategy. *Harvard Business Review*, v. 57, n. 2, p. 137-145.
- Romano, P. R. (2013) *Estratégia das fusões e aquisições: exame dos efeitos no mercado acionário da fusão LATAM*. São Paulo, Anais do XVI SEMEAD.
- Romano, P. R. e Almeida, V. S. (2015) Análise dos efeitos em mercado de capitais decorrentes de fusões: o caso BRF S.A. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 19, n. 5, p. 606-625.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F. Lamb, R. (2015) *Administração financeira: corporate finance*. Porto Alegre: Bookman.
- Shi, W. S., Sun, J. e Prescott, J. E. (2011) A temporal perspective of merger and acquisition and strategic alliance initiatives: review and future direction. *Journal of Management*, v. 38, n. 1, p. 164-209.
- Srivastava, R. K. (2012) The role of brand equity on mergers and acquisition in the pharmaceutical industry: When do firms learn from their merger and acquisition experience? *Journal of Strategy and Management*, v. 5, n. 3, p.266-283.
- Tobin, J. e Brainard, W. (1968) Pitfalls in financial models building. *American Economic Review*, v. 58, n. 2, p. 99-122.

Trautwein, F. (1990) Merger motives and merger prescription. *Strategic Management Journal*, v. 11, n. 4, p. 283-295.

Vieira, L. D., Calicchio, A. C. e Zilber, M. A. (2011) O Caso LATAM: uma fusão como posicionamento estratégico. *Revista Ciências Administrativas*, v. 17, n. 2, p. 465-488.

---

Carlos Henrique Rocha (chrocha@unb.br). Professor Associado III. Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão Pública. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais. Programa de Pós-Graduação em Transportes. Pesquisador CNPq de Produtividade. Campus Darcy Ribeiro, Asa Norte, CEP: 70.910-900, Brasília-DF, Brasil.

Paulo Augusto P. de Britto (pbritto@unb.br). Professor Associado II. Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão Pública. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Campus Darcy Ribeiro, Asa Norte, CEP: 70.910-900, Brasília-DF, Brasil.