

# Um Estudo sobre Custos de Falência: O Caso da Recuperação Judicial da Varig S.A.

**Fernanda Karoliny Nascimento Jupetipe**

São Paulo – SP

Mestranda em Controladoria e Contabilidade da USP<sup>1</sup>

fernandajupetipe@usp.br

**Poueri do Carmo Mário**

Belo Horizonte – MG

CRC MG 068964/o-6

Doutor em Ciências Contábeis pela USP<sup>1</sup>Professor Adjunto do Centro Universitário UNA<sup>2</sup>Professor Adjunto da UFMG<sup>3</sup>Professor Adjunto do Ibmecc Minas Gerais<sup>4</sup>

poueri.mario@prof.una.br

**Abstract**

The judicial reorganization aims to allow the restoration of companies in financial and economic crisis through better debt negotiations with your creditors. Although it can bring benefits to society, while the legal process, generates cost by the reorganization. These costs may be direct costs required by the process itself, or indirectly, related to the possible opportunity costs that the company incurs because of being in recovery. In order to highlight the costs of a judicial reorganization, this research was analyzed part of this process of Varig during the years 2005 and 2006. Were identified and analyzed the possible costs that Varig incurred during this process and the possible consequences thereof for the company and for the progress of his recovery. It was found that the proportion of direct costs in relation to the assets protected by the company and in relation to its debt is proportionately small, however, in absolute terms they were significant. As for opportunity costs, they were mainly generated by the sale of the Varig Productive Unit, a fact that strongly affected the results of the company and pledged their uplift.

**Key words:** Costs of Bankruptcy, Financial Crisis, Judicial Reorganization

**1. Introdução**

A recuperação empresarial (reorganização) tem por objetivo oferecer à empresa que se encontra em crise financeira a oportunidade de negociar com os seus credores e, assim, continuar operando. O mecanismo foi instituído no Brasil por meio da Lei 11.101 de 2005 e substituiu a concordata que também tinha o objetivo de auxiliar empresas em dificuldades financeiras; esta porém era bem mais restrita, se comparada à recuperação. Segundo Araújo e Lundberg (2003), a recuperação empresarial mantém o objetivo de restaurar as empresas em dificuldades financeiras, entretanto de uma maneira mais ampla e flexível, aumentando as chances de as empresas superarem a crise.

O instrumento da recuperação empresarial mostra-se importante para a sociedade como um todo, por viabilizar a continuidade de empresas, que estando em operação propiciam geração e manutenção de empregos, arrecadação fiscal, desenvolvimento econômico de regiões (ALVES, 2001), oferta de serviços e produtos. Assim, é de interesse do Estado oferecer a elas um mecanismo legal que favoreça a sua continuidade em momentos de crise.

**Resumo**

A recuperação judicial tem como objetivo permitir a restauração de empresas em crise econômico-financeira por meio de melhores negociações de dívidas com seus credores. Apesar de poder trazer benefícios à sociedade, enquanto processo jurídico, a recuperação gera custos. Esses custos podem ser diretos, despesas exigidas pelo próprio processo, ou indiretos, relativos aos possíveis custos de oportunidade em que a empresa incorre pelo fato de estar numa recuperação. A fim de evidenciar os custos decorrentes de um processo de recuperação judicial, nesta pesquisa foi analisada parte do processo de recuperação judicial da Varig durante os anos de 2005 e 2006. Foram identificados e analisados os possíveis custos em que a Varig incorreu durante esse processo e as possíveis consequências dos mesmos para a empresa e para o andamento de sua recuperação. Identificou-se que a proporção dos custos diretos em relação ao ativo salvaguardado pela empresa e em relação a sua dívida é proporcionalmente pequena. No entanto, em valores absolutos eles se mostraram significativos. Por sua vez, os custos de oportunidade foram gerados principalmente pela venda da Unidade Produtiva Varig, fato que afetou fortemente os resultados da empresa e comprometeu o seu soerguimento.

**Palavras-chave:** Custos de Falência, Crise Financeira, Recuperação Judicial

<sup>1</sup>USP – Universidade de São Paulo - CEP 05508-070 - São Paulo - SP.

<sup>2</sup>Centro Universitário UNA – CEP 30160-001 - Belo Horizonte - MG.

<sup>3</sup>UFMG – Universidade Federal de Minas Gerais – CEP 31270-901 - Belo Horizonte - MG.

<sup>4</sup>Ibmecc Minas Gerais – Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais de Minas Gerais – CEP 30130-130 - Belo Horizonte - MG.

No entanto, a utilização de leis, embora necessária, traz consequências. Primeiro, gera custos de transação relativos à criação, manutenção e transferência de recursos, conforme Furubotn e Richter (2000). Segundo, concede ao Judiciário (aos juizes) o poder de influenciar a economia, uma vez que as decisões judiciais interferem na alocação de recursos. Considerando-se esses fatores, é importante analisar o impacto econômico da aplicação das leis e a sua eficiência na resolução dos conflitos, pois o Direito não possui fim em si mesmo e deve funcionar de modo que os custos superem os benefícios da sua elaboração e aplicação.

Em relação à condução de processos de recuperação, os custos inerentes a eles são denominados custos de falência e geralmente são classificados em custos diretos (despesas administrativas do processo) e custos indiretos (custos de oportunidade). Estimar e mensurar esses custos torna-se relevante na análise da aplicação da legislação falimentar, uma vez que tais custos podem prejudicar o andamento e o sucesso desses processos.

Diante do contexto apresentado, surge como problema de pesquisa investigar se os custos gerados em função do processo de recuperação empresarial podem comprometer o andamento e o sucesso do mesmo. Para responder a tal questão, o presente artigo busca estimar os custos, tanto diretos quanto indiretos, em que a Varig S.A. incorreu em função do seu processo de recuperação judicial — a fim de analisar as suas possíveis consequências para a empresa e para o andamento da sua recuperação. Esta pesquisa justifica-se pela importância do instituto da recuperação e pela reduzida quantidade de estudos nacionais que tratam desse tema na perspectiva dos custos.

## 2. Referencial Teórico

### 2.1. Insolvência, Crise Financeira e Falência

Segundo Kayo e Famá (1996), é comum a dificuldade em fazer-se a distinção entre crise financeira e insolvência, que possuem significados diferentes. De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (1995), a crise financeira se caracteriza pela incapacidade de os fluxos de caixa operacionais serem suficientes para cobrir obrigações correntes. Diante dessa situação, os gestores da empresa devem avaliar e buscar modificar os fatores que levaram a empresa a tais dificuldades.

Em relação à insolvência, Altman (1993) afirma que, com frequência, os termos *insolvency* (insolvência) e *bankruptcy* (falência) são usados como substitutos, apesar de não serem sinônimos. O autor define insolvência como um dos termos que indicam mau desempenho de uma empresa. Geralmente o termo é utilizado de maneira técnica e se refere à incapacidade de pagamento pela empresa, iliquidez, que pode ser temporária, mas geralmente a conduz à falência. Já o termo falência se refere ao processo judicial que encerrará as atividades da empresa.

### 2.2. Institutos Jurídicos da Falência e da Recuperação

No Brasil, os institutos da falência e da recuperação empresarial são regulados pela Lei 11.101, de nove de fevereiro de 2005. Esses institutos jurídicos têm por objetivo, conforme Mário (2002), colaborar com a recuperação de empresas em crise financeira, a fim de beneficiar a sociedade e otimizar o uso de recursos econômicos.

Diante de uma situação adversa, a empresa pode ter a sua falência requerida. Por este processo, a devedora encerra as suas atividades e liquida seus ativos a fim de ressarcir, pelo menos em parte, os seus credores.

Nos casos de a empresa, apesar da crise, possuir condições de continuar operando, ela poderá recorrer à recuperação empresarial, por meio da qual será elaborado um plano para a superação da crise, evitando que vá à falência. Para ter acesso a esse recurso é necessário que a entidade ofereça condições de superação (FAZZIO JR, 2005). Se a empresa mostrar-se inviável, não poderá recorrer a esse instituto.

### 2.3. Custos de Falência

Custos de falência são os incorridos no processo de recuperação ou de liquidação empresarial. Tais custos geralmente são classificados em dois tipos: os custos diretos e os custos indiretos (FISHER e MARTEL, 2005; WEISS, 1990; WARNER, 1977). Os custos diretos de falência são os consumidos no processo de recuperação empresarial ou de liquidação: são os custos administrativos do processo (CAMPBEL, 1997; WEISS, 1990), tais como honorários do administrador judicial, contador, advogado (BRIS, WELCH e ZHU, 2004; CAMPBEL, 1997), taxas com arquivamento e com demais especialistas (CAMPBEL, 1997).

Por sua vez, os custos indiretos são mais difíceis de definir e mensurar (BRIS, WELCH e ZHU, 2004), por se tratar de custos de oportunidade (WEISS, 1990; FISHER e MARTEL, 2005; CAMPBEL, 1997). São exemplos desses custos o tempo despendido no processo (BRIS, WELCH e ZHU, 2004), a perda de vendas, a diminuição da produtividade, perda de competitividade (FISHER e MARTEL, 2005), a redução de lucros, a incapacidade de obter crédito, a perda de oportunidade de investimento (CAMPBEL, 1997) e o aumento do custo operacional (WEISS, 1990).

## 3. Metodologia

Quanto aos seus objetivos, este trabalho classifica-se como descritivo, por buscar descrever as características de determinado fenômeno (GIL, 2002), no caso, a recuperação da Varig S.A. Quanto aos procedimentos técnicos, enquadra-se em uma pesquisa documental que teve como principal fonte parte dos processos de recuperação e de falência da empresa.

A escolha pelo caso da Varig S.A. justifica-se por sua relevância no setor de aviação, conforme demonstrado na Tabela 1, e por ter sido a primeira empresa desse setor e do Brasil a iniciar um processo de recuperação judicial, dado que a Lei de Falência anterior (Dec. Lei 7.661/45) não concedia concordata para empresas do setor aéreo.

**Tabela 1:** Participação na receita do setor aéreo nacional 2004-2005

Empresa	2004	2005
VARIG	48,84%	41,47%
GOL	12,61%	16,71%
TAM	26,46%	33,41%
Demais Empresas	12,10%	8,41%
TOTAL	100,00%	100,00%

Fonte: ANAC – Adaptado pelos autores

Para atingir os objetivos desse artigo, parte da documentação processual da recuperação e da falência da Varig foi analisada a fim de se obterem informações pertinentes aos custos despendidos na recuperação da empresa. As informações quanto aos custos diretos foram colhidas substancialmente do processo de número 20050010728877, o principal da recuperação da Varig, e do processo de número 02604471620108190001, o de falência da Varig — obtidos na 1ª Vara Empresarial do Fórum da Comarca do Rio de Janeiro onde foi impetrada a recuperação judicial da empresa. A consulta à documentação processual foi de extrema importância, uma vez que, de acordo com a Lei de Falência e Recuperação (LFR), todos os gastos consumidos no processo de recuperação devem ser aprovados pelo juiz responsável pelo caso.

A análise dos processos ocorreu em dois períodos distintos. O primeiro ocorreu em janeiro de 2006, quando se teve acesso aos volumes e anexos (anexos) do processo de recuperação judicial. Mais de 12.000 (doze mil) folhas nos volumes do processo de recuperação foram compulsadas, além dos anexos, em três dias de trabalhos, para a retirada de cerca de 2.000 cópias, as quais foram posteriormente analisadas e os dados retirados das mesmas. No segundo momento, em novembro de 2011, o processo de falência foi objeto de análise e obtenção de dados. O processo de recuperação não estava disponível e por isso não foi possível a sua análise. Deste último processo foram extraídas aproximadamente 250 cópias, impressas e digitalizadas, de cerca de 1500 folhas totais, até o período da última movimentação processual (junho de 2011).

Foram colhidas e analisadas informações financeiras e operacionais da Varig, a fim de se observar a incidência, ou não, de custos indiretos para a empresa durante a recuperação no processo de falência. Em relação às informações pertinentes aos custos indiretos, além dos processos, foram consultadas as informações econômicas e financeiras da Varig fornecidas pela Agência Nacional de Aviação Civil – ANAC por meio dos Anuários de Transporte Aéreo dos anos de 2004 a 2008.

Para alcançar o propósito de estimar os custos diretos da recuperação da Varig S.A., algumas variáveis foram utilizadas para a obtenção desses custos, sendo elas:

- Valor pago ao administrador judicial (BRIS, WELCH e ZHU, 2004; CAMPBEL, 1997);
- Honorários pagos a especialistas (CAMPBEL, 1997).

Devido à dificuldade de acesso a toda documentação que contém os valores dos serviços deferidos pelo juiz durante o processo, e se eles foram pagos, neste trabalho os custos diretos foram estimados utilizando-se as informações contidas na parte da documentação processual a que se teve acesso, e, em alguns momentos, nos valores das propostas das empresas para execução dos serviços referentes à recuperação da Varig.

Quanto aos custos indiretos, defini-los e atribuir-lhes valores financeiros é tarefa difícil; por isso, nesta pesquisa foram considerados como tais os fatores caracterizados por custo de oportunidade. Estes serão descritos e acompanhados de evidências de que a sua incidência causou, ou não, algum tipo de perda para a Varig ou para o sucesso da sua recuperação, sendo eles:

- Tempo despendido no processo (BRIS, WELCH e ZHU, 2004);
- Diminuição da produtividade (FISHER e MARTEL, 2005) - estimada por meio da análise da variação: do número de assentos oferecidos por empresa por quilômetro (km) voado, dos km voados, das horas voadas, do número de aeronaves e da quantidade de empregados mantida em cada empresa por ano;
- Perda de vendas (FISHER e MARTEL, 2005) - obtida pela observação da variação da receita operacional e do número de passageiros transportados;
- Aumento do custo operacional (WEISS, 1990) - para evidenciar este fator, foram analisados os custos médios por empresa por período;
- Redução dos lucros (CAMPBEL, 1997) – foi observada pelo índice de lucratividade por empresa, calculado pela divisão do resultado operacional pela receita operacional;
- Incapacidade de obter crédito (CAMPBEL, 1997).

Nos trabalhos consultados, os fatores anteriores foram indicados como *proxies* para a mensuração dos custos indiretos da falência; no entanto, eles não foram medidos. Assim, foi feita uma tentativa de evidenciar os custos de oportunidade incorridos por uma empresa em recuperação seguindo a proposição desses estudos.

Para buscar evidências quanto à existência de perdas para a companhia — devido ao fato de ela estar em um processo de recuperação —, foi utilizado o método de comparação com outras duas empresas do setor, a Gol e a TAM, que não se apresentavam insolventes à época do processo da Varig. Os valores dos fatores indicados como sinalizadores de perdas, tais como receita e número de voos, são apresentados para as três companhias, permitindo a análise do efeito da recuperação na empresa em análise.

## 4. Caso Varig

### 4.1. Descrição do Processo de Recuperação

A Varig apresentou no seu processo de recuperação que uma das principais causas para a sua situação de crise foi a política do Governo Federal que, no período de 1985 a 1991, controlou os preços através do Decreto nº 91.149 de 15 de março de 1985, o qual dizia que qualquer fixação ou alteração de preços teria de ser submetida à aprovação do Ministério da Fazenda, o que gerou prejuízos para todo o setor aéreo<sup>4</sup>. Outro fator para a crise foi a cobrança de tarifa aeroportuária, com sobretaxa de 50%, prevista na Lei

<sup>4</sup>Esse evento levou à Varig a entrar com uma ação judicial de reparação de perdas monetárias que, neste ano de 2013, foi julgada procedente. Por isso, o Superior Tribunal de Justiça autorizou o retorno da empresa ao regime de recuperação judicial, cessando sua falência. Assim, a Varig vivenciou um regime de recuperação judicial no período de 2005 a agosto de 2010, o de falência entre agosto de 2010 e 2013, retornado em 2013 à condição do regime de recuperação judicial. Destaca-se que o objeto de estudo foi apenas o primeiro período da recuperação, de acordo com os dados obtidos.

nº 7.920 de 12 de dezembro de 1989. Também são apontadas como causas para a má situação financeira da Varig: a moratória brasileira de 1982, o aumento da tributação do serviço de transporte aéreo, o custo interno do querosene de aviação, os inúmeros desequilíbrios do câmbio e as mudanças na política governamental para a distribuição de linhas internacionais. Outros fatores que abalaram a indústria de transporte aéreo foram os atentados terroristas aos Estados Unidos em 11 de setembro de 2001, as guerras regionais no Oriente Médio e subsídios oferecidos pelos EUA para as suas empresas de aviação, impactando negativamente os resultados das concorrentes.

Diante desses fatores, a Varig impetrou pedido de recuperação juntamente com as suas coligadas Rio Sul Linhas Aéreas S.A. e Nordeste Linhas Aéreas S.A. (doravante compreenda-se a expressão Varig como referente às três empresas) em 17 de junho de 2005 na 8ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro. No dia 22.06.2005, houve deferimento do processamento pelo juiz, que dentre outras determinações exigidas pela LFR, ratificou a Cysneiros Vianna Advogados Associados como administrador judicial do processo, empresa posteriormente substituída pela Deloitte Touche Tohmatsu Consultores S.A..

Ainda no início do processo, antes mesmo da apresentação do plano de recuperação judicial, a Varig entregou proposta de venda de 95% das ações da Varig Logística S.A. (Varilog), sua subsidiária, para a Matlin Patterson, pelo valor de US\$ 38 milhões. Após alguns protestos, a assembleia geral aprovou a alienação das ações da Variglog e de 90% das ações da Varig Engenharia e Manutenção (Vem), também subsidiária da Varig, ao BNDES pelo valor de US\$ 62 milhões. Quanto ao plano de recuperação, uma das propostas era a criação de uma Unidade Produtiva Isolada, uma Nova Companhia, para a qual seria transferida, inicialmente, apenas parte dos negócios da Varig, Rio Sul e Nordeste por meio de um contrato de consórcio. Por essa operação não haveria sucessão das obrigações, inclusive as de natureza tributária (benefício concedido pelo artigo 60 da LFR), viabilizando a obtenção de dinheiro novo e a implementação pelas companhias em recuperação do plano de reestruturação operacional. De acordo com o plano, depois de resolvido o passivo tributário e previdenciário, seria feita a reunificação das operações de modo a obter o maior valor possível para o negócio Varig.

O plano, a princípio, foi rejeitado por alguns credores que contestaram principalmente a criação de uma nova empresa. O plano passou por modificações e em 19.12.2005 foi aprovado pela assembleia geral, viabilizando a concessão da recuperação judicial deferida no dia 22.12.2005.

Em dezembro de 2005, a Varig anunciou que a Fundação Rubens Berta (FRB), controladora da Varig, alienou 25% das ações ordinárias representativas do capital social da FBR-Par e deu em usufruto oneroso 42% das ações ordinárias representativas do capital social para a Docas Investimentos S.A., que dessa maneira passou a participar da administração da FBR-Par e, por conseguinte, também da Varig.

Em julho de 2006, a assembleia geral de credores autorizou a alienação judicial da Unidade Produtiva Varig (UPV),

também chamada de Nova Varig, tendo como compradora a Aéreo Transportes Aéreos S.A. (Aéreo), subsidiária da Variglog. Nesse período, a Varig demitiu cinco mil e quinhentos funcionários.

A Antiga Varig passou a operar utilizando o nome Flex e reiniciou suas operações através de voos fretados. Próximo ao término do prazo de recuperação, o juiz responsável pelo caso negou o pedido de encerramento do processo pela empresa e determinou que a Flex permanecesse em recuperação até todas as obrigações com os credores serem cumpridas.

## 5. Custos da Recuperação

### 5.1. Custos Diretos

Conforme Campbel (1997) e Weiss (1990), os custos diretos são os custos administrativos do processo de recuperação. Esses custos são mais facilmente identificados por se tratar de valores gastos em decorrência do processo, tais como remuneração do administrador judicial, de advogados, de contadores. Devido à dificuldade de acesso a todos os dados do processo, alguns dos valores aqui utilizados referem-se à proposta apresentada pelo prestador do serviço, não se podendo afirmar que de fato foram estes os valores finais aprovados pela Justiça e pagos pela devedora.

Similarmente aos trabalhos desenvolvidos por Weiss (1990) e por Campbel (1997), nesta pesquisa, além do levantamento dos gastos, foi estimada a proporção do valor dos custos diretos do processo em relação ao valor do ativo salvaguardado pela empresa. Essa relação permitiu melhor visualização da dimensão desses custos. Os custos também foram relacionados com a dívida da empresa, a fim de mostrar a sua proporção em relação às obrigações contraídas até o pedido da recuperação. Foi considerado como valor das obrigações o passivo apresentado pela Varig no ano de 2004.

A seguir, na Tabela 2, são apresentadas as despesas identificadas nas partes dos processos de recuperação e de falência da Varig a que se teve acesso. Ressaltando que, por não ter sido possível analisar os processos por completo, os custos diretos da recuperação podem ter sido superiores aos apresentados nesta pesquisa.

**Tabela 2:** Custos diretos do processo de Recuperação da Varig S.A. (R\$)

Descrição	Valor (R\$)
Honorário de perícia para início do processo	3.000
Assessoria FGV ao plano fiscal e tributário - FASE I	600.000
Assessoria Lufthansa ao plano operacional	2.431.000
Assessoria Banco UBS ao plano financeiro	2.251.500
Perícia Deloitte para avaliação da Variglog e Vem	380.000
Honorário do administrador judicial (Deloitte)	10.781.750
<b>TOTAL</b>	<b>16.447.250</b>

Fonte: Elaborado pelos autores

Somando-se essas despesas, chega-se à cifra de R\$ 16.447.250,00 (dezesseis milhões, quatrocentos e quarenta e sete mil e duzentos e cinquenta reais). A proporção desse valor em relação ao ativo apresentado pela Varig em 2004 é de 0,53%, conforme Tabela 3. Já em relação à dívida, foi de 0,16%, conforme Tabela 4. O ano de 2004 foi utilizado como parâmetro para os valores do ativo e do passivo, por ser o último ano em que as companhias não estavam em recuperação. Assim, o valor apresentado não sofreu influência desse fato.

**Tabela 3:** Proporção dos custos sobre o ativo (R\$)

Valor do ativo da Varig em 2004	3.120.566.000
Custos diretos	16.447.250
Proporção dos custos	0,53%

Fonte: Elaborado pelos autores

**Tabela 4:** Proporção dos custos sobre a dívida (R\$)

Valor da dívida da Varig em 2004	10.045.100.000
Custos diretos	16.447.750
Proporção dos custos	0,16%

Fonte: Elaborado pelos autores

A porcentagem dos custos despendidos no processo é relativamente pequena, em relação ao ativo total e ao passivo da Varig. Os percentuais encontrados para a companhia são pequenos — inclusive se comparados aos valores encontrados nos estudos de Weiss (1990) e Campbel (1997). Weiss encontrou um percentual médio dos custos diretos sobre o ativo de 2,8% (variando entre 0,9% e 7,0%), e Campbel, percentual médio de 8,5%. Em relação à dívida total da empresa, Weiss encontrou percentual médio de 3,1% (variando entre 1,0% e 6,6%).

Apesar de os custos diretos terem sido percentualmente pequenos, em valores absolutos tornam-se bastante significativos. Isto pode ser demonstrado por meio do pedido da própria Varig de desistência da recuperação, alegando como um dos motivos as altas despesas e os constantes desembolsos exigidos pelo processo. É comum que nos processos as partes reclamem dos gastos e desembolsos gerados. Considerando-se o valor absoluto, essa motivação é bem provável.

## 5.2. Custos Indiretos

Para verificação de possíveis perdas decorrentes da recuperação judicial, fez-se uma comparação dos dados da Varig com os de outras duas significativas empresas do setor: a Gol Transportes Aéreos e a Tam Linha Aéreas. Estas empresas foram escolhidas como parâmetro por comporem, juntamente com a Varig, à época da sua recuperação, a lista das três maiores empresas aéreas brasileiras, conforme Tabela 1. O método comparativo foi adotado por permitir uma análise mais coerente e confiável.

Uma observação a ser feita sobre os dados analisados é que, devido ao fato de a Nordeste, a Rio Sul e a Varig Operacional terem encerrado as suas atividades no ano de 2006, suas informações financeiras só foram divulgadas até esse ano.

A seguir serão descritos os possíveis custos de oportunidade em que a Varig incorreu durante o processo e algumas consequências geradas por eles para a empresa.

### 5.2.1. Tempo Despendido no Processo

O tempo considerado despendido no processo de recuperação da Varig, nesta pesquisa, foi o período entre a data do pedido da recuperação, 17.06.2005, e o encerramento do processo pelo juiz em agosto de 2010, devido à decretação da falência (o administrador judicial à época entrou com o pedido de autofalência, que foi acatado pelo juiz). Desse modo, o processo perdurou por mais de cinco anos, e a lei de falência permite que a recuperação se estenda por no máximo dois anos. O fato de a recuperação ter durado mais que o dobro do tempo proposto legalmente já evidencia que não se tratou de um procedimento de fácil execução. Próximo à data prevista para o término do processo, a Varig pediu pelo seu encerramento, porém o juiz negou o pedido sob pretexto de que a devedora ainda não havia cumprido suas obrigações para com os credores.

O período no qual a empresa permanece em recuperação é relevante, se observado sob a ótica dos custos de oportunidade, pelo fato de a recuperação poder gerar consequências negativas para empresa. No caso da Varig, durante o processo o juiz responsável pelo caso afastou o acionista controlador de qualquer gerência político-administrativa, impedindo-o de destituir qualquer membro do Conselho Administrativo, devendo, ainda, manter a composição da Diretoria. Tal fato implica que, por estar em recuperação, a empresa não possuía autonomia para compor seu quadro de gestores. Isto pode ter gerado custos de oportunidade: primeiro porque a empresa pode ter tido perda de informações devido ao distanciamento do acionista controlador, que em princípio tinha conhecimento de todo o contexto no qual a Varig estava inserida, o que auxiliava nas tomadas de decisões; segundo, caso algum membro do Conselho ou da Diretoria passasse a agir de maneira dissonante com os objetivos da empresa, permaneceria ocupando o mesmo cargo, podendo agir em interesse dos credores e prejudicar o soerguimento da empresa.

Outro malefício gerado pela recuperação, segundo declaração da própria Varig, é que a empresa não conseguia obter crédito suficiente, especialmente o de curto prazo, desde que pediu pela recuperação judicial, tendo como solução para este problema a venda de duas das suas subsidiárias. Por essa decisão a Varig pode ter incorrido em perda de oportunidade, pois foi pressionada a se desfazer de ativos relevantes para dar continuidade às suas operações. Mesmo após a decisão da Varig de vender a Variglog e a Vem, suas subsidiárias, foi necessária a aprovação dos credores para a realização do negócio. Isto demonstra que as decisões dos gestores da empresa em recuperação, principalmente as relativas ao patrimônio da

devedora, não foram autônomas, devendo sempre passar pelo crivo dos credores por exigência legal.

Esses fatos corroboram com o pensamento de Bris, Welch e Zhu (2004) de que, quanto maior o tempo do processo, maiores são os custos indiretos.

### 5.2.2. Diminuição da Produtividade

A variação da produtividade das empresas analisadas pode ser observada por diversos meios. Foram considerados nesta pesquisa: o número de assentos oferecidos por empresa por quilômetro (km) voado, os km voados e as horas voadas, conforme as Tabelas 5 e 6.

Na Tabela 5 é possível notar que a variação da produtividade das companhias devedoras é inversa à das demais empresas consideradas: enquanto Nordeste, Rio Sul e Varig têm redução, Gol e TAM têm aumento de produção.

É importante ressaltar que em julho de 2006 a Unidade Produtiva Varig foi vendida, o que justifica a queda brusca nas operações da companhia.

Ainda em 2006, o Brasil passou por séria crise estrutural no setor aéreo. A quebra da Varig parece ter influenciado diretamente tal situação, uma vez que as demais companhias demoraram a absorver a demanda deixada pela Varig. A dificuldade de adaptação do setor à inoperância da companhia pode ser observada pela Tabela 6, a qual mostra que o ganho de produtividade obtido pela Gol e pela Tam juntas não superou a queda da oferta de serviços da Varig. A propósito, em reportagem divulgada pela Agência Brasil, a ministra do turismo à época, Marta Suplicy, chegou a afirmar que a crise da Varig afetou mais o turismo do que a crise aérea (ALBUQUERQUE, 2007), principalmente em consequência de rotas operadas pela Varig que deixaram de ser utilizadas.

**Tabela 5:** Produtividade por empresa (2004-2006)

Empresa	Unidade	2004	2005	2006
<b>NORDESTE</b>				
Assento.Km Oferecido	ASS/KM	258.244	63.325	17.734
Km Voados	KM	3.844.743	521.896	143.744
Horas Voadas	H	6.397,00	826	225
<b>RIO SUL</b>				
Assento.Km Oferecido	ASS/KM	360.711	239.025	49.053
Km Voados	KM	2.449.914	1.964.705	396.602
Horas Voadas	H	9.635	3.357	695
<b>VARIG</b>				
Assento.Km Oferecido	ASS/KM	38.604.887	38.998.698	18.522.777
Km Voados	KM	213.115.697	203.242.749	98.066.134
Horas Voadas	H	291.855	280.101	134.809
<b>GOL</b>				
Assento.Km Oferecido	ASS/KM	8.853.841	13.293.017	19.443.716
Km Voados	KM	58.939.822	88.843.340	136.549.678
Horas Voadas	H	92.627	139.212	212.248
<b>TAM</b>				
Assento.Km Oferecido	ASS/KM	20.355.700	27.608.253	34.750.670
Km Voados	KM	132.488.340	179.436.428	216.319.007
Horas Voadas	H	228.576	313.304	374.452
<b>TOTAL</b>				
Assento.Km Oferecido	ASS/KM	68.433.383	80.202.318	72.783.950
Km Voados	KM	410.838.516	474.009.118	451.475.165
Horas Voadas	H	629.090	736.799	722.429

Fonte: ANAC – Adaptado pelos autores

### 5.2.3. Perda de Vendas

A perda de vendas pode ser observada pela comparação da receita operacional, Tabela 7, antes e depois do pedido de recuperação pela empresa.

Pode-se observar tanto pela queda no número de passageiros transportados quanto pela redução das receitas de voo que as companhias em recuperação apresentaram diminuição de suas vendas. Também é possível notar que, apesar de as outras duas

**Tabela 6:** Variação de produtividade (2005-2006)

	Ganho GOL e TAM	Perda VARIG	Variação Total
Assento.Km Oferecido	13.293.116	-20.711.484	-7.418.368
Km Voados	84.588.917	-107.122.870	-22.533.953
Horas Voadas	134.184	-148.554	-14.370

Fonte: ANAC – Adaptado pelos autores

**Tabela 7:** Receitas, despesas e resultados por 2004-2006 (R\$)

Empresa	2004	2005	2006
<b>NORDESTE</b>			
Receita de Voo	73.906.986	13.281.811	1.518.608
Despesa de Voo	92.499.422	12.504.660	4.807.688
Resultado de Voo	-18.592.436	777.150	-3.289.081
Lucratividade	-25%	6%	-217%
<b>RIO SUL</b>			
Receita de Voo	117.861.800	52.208.656	9.706.609
Despesa de Voo	143.005.143	66.780.377	18.940.253
Resultado de Voo	-25.143.344	-14.571.721	-9.233.644
Lucratividade	-21%	-28%	-95%
<b>VARIG</b>			
Receita de Voo	7.568.310.906	6.636.474.083	2.667.363.078
Despesa de Voo	7.325.948.926	7.068.989.009	3.533.478.416
Resultado de Voo	242.361.980	-432.514.927	-866.115.337
Lucratividade	3%	-7%	-32,47%
<b>GOL</b>			
Receita de Voo	1.953.673.028	2.673.731.064	3.794.828.775
Despesa de Voo	1.482.629.933	2.192.417.904	3.374.516.453
Resultado de Voo	471.043.095	481.313.160	420.312.322
Lucratividade	24%	19%	11%
<b>TAM</b>			
Receita de Voo	4.100.024.669	5.346.311.093	6.704.898.469
Despesa de Voo	3.933.824.838	5.138.100.522	6.187.739.266
Resultado de Voo	166.199.831	208.210.571	517.159.203
Lucratividade	4%	4%	8%
<b>TOTAL</b>			
Receita de Voo	13.813.777.389	14.722.006.707	13.178.315.539
Despesa de Voo	12.977.908.262	14.478.792.472	13.119.482.076
Resultado de Voo	835.869.126	243.214.233	58.833.463
Lucratividade	-15%	-6%	-325%

Fonte: ANAC – Adaptado pelos autores

principais companhias do setor terem aumentado suas vendas, esse aumento não foi o bastante para absorver as perdas causadas pela crise da Varig e suprir a demanda do setor.

#### 5.2.4. Aumento do Custo Operacional

O comportamento dos custos, ao longo do período analisado, pode ser observado pelas variações do custo médio apre-

sentado pelas empresas em relação às atividades desenvolvidas, como pode ser observado na Tabela 8.

Nesta tabela é possível perceber que os custos médios da Varig aumentaram ao longo do tempo. A Gol manteve seus custos relativamente estáveis e a TAM também os manteve constantes, com exceção dos custos referentes ao assento por quilômetro oferecido, que também sofreram elevação.

**Tabela 8:** Receita e custo médios por empresa em R\$ (2004-2006)

Empresa	2004	2005	2006
<b>NORDESTE</b>			
<b>Por Hora de Voo</b>			
Receita Média	11.553,36	16.087,46	6.750,57
Custo Médio	14.459,79	15.146,15	21.371,30
<b>Por Quilômetro Voado</b>			
Receita Média	19,22	25,45	10,56
Custo Médio	24,06	23,96	33,45
<b>Por Assento Quilômetro Oferecido</b>			
Receita Média	0,29	0,21	85,63
Custo Médio	0,36	0,20	271,10
<b>RIO SUL</b>			
<b>Por Hora de Voo</b>			
Receita Média	12.233,08	15.551,71	13.976,00
Custo Médio	14.842,75	19.892,28	27.271,00
<b>Por Quilômetro Voado</b>			
Receita Média	48,11	26,57	24,47
Custo Médio	58,37	33,99	47,76
<b>Por Assento Quilômetro Oferecido</b>			
Receita Média	0,33	0,22	197,88
Custo Médio	0,40	0,28	386,12
<b>VARIG</b>			
<b>Por Hora de Voo</b>			
Receita Média	25.931,75	23.693,18	19.786,25
Custo Médio	25.101,33	25.237,33	26.211,01
<b>Por Quilômetro Voado</b>			
Receita Média	35,51	32,65	27,20
Custo Médio	34,38	34,78	36,03
<b>Por Assento Quilômetro Oferecido</b>			
Receita Média	0,20	0,17	0,14
Custo Médio	0,19	0,18	0,19
<b>GOL</b>			
<b>Por Hora de Voo</b>			
Receita Média	21.091,80	19.081,20	17.879,20
Custo Médio	16.006,50	15.545,80	15.898,90
<b>Por Quilômetro Voado</b>			
Receita Média	33,10	29,90	27,80



Custo Médio	25,20	24,40	24,70
Por Assento Quilômetro Oferecido			
Receita Média	0,22	0,20	0,20
Custo Médio	0,17	0,16	0,17
<b>TAM</b>			
Por Hora de Voo			
Receita Média	17.937,24	17.064,30	17.905,90
Custo Médio	17.210,13	16.399,74	16.524,79
Por Quilômetro Voado			
Receita Média	30,95	29,80	31,00
Custo Médio	29,69	28,63	28,60
Por Assento Quilômetro Oferecido			
Receita Média	0,20	0,19	192,94
Custo Médio	0,19	0,19	178,06

Fonte: ANAC - Adaptado pelos autores

Para facilitar a análise dos custos médios das empresas, eles foram estruturados na forma de proporção dos custos médios em relação às receitas médias do período, conforme Tabela 9.

Comparando-se os percentuais do custo médio em relação à receita média por período, observa-se que as empresas em recuperação obtiveram, relativamente, custos maiores do que as receitas obtidas, indicando ter havido prejuízo em suas

**Tabela 9:** Proporção dos custos em relação à receita (2004-2006)

Empresa	2004	2005	2006
<b>NORDESTE</b>			
Por Hora de Voo	125,16%	94,15%	316,59%
Por Quilômetro Voado	125,18%	94,15%	316,76%
Por Assento Quilômetro Oferecido	124,14%	95,24%	316,59%
<b>RIO SUL</b>			
Por Hora de Voo	121,33%	127,91%	195,13%
Por Quilômetro Voado	121,33%	127,93%	195,18%
Por Assento Quilômetro Oferecido	121,21%	127,27%	195,13%
<b>VARIG</b>			
Por Hora de Voo	96,80%	106,52%	132,47%
Por Quilômetro Voado	96,82%	106,52%	132,46%
Por Assento Quilômetro Oferecido	95,00%	105,88%	135,71%
<b>GOL</b>			
Por Hora de Voo	75,89%	81,47%	88,92%
Por Quilômetro Voado	76,13%	81,61%	88,85%
Por Assento Quilômetro Oferecido	77,27%	80,00%	85,00%
<b>TAM</b>			
Por Hora de Voo	95,95%	96,11%	92,29%
Por Quilômetro Voado	95,93%	96,07%	92,26%
Por Assento Quilômetro Oferecido	95,00%	100,00%	92,29%

Fonte: Elaborado pelos autores

operações. O mesmo não foi observado nas demais empresas, que obtiveram proporção dos custos menor que das receitas, acenando para um resultado operacional positivo.

### 5.2.5. Redução dos Lucros

A análise da redução dos lucros foi realizada por meio da comparação do índice de lucratividade das companhias em recuperação com os da Gol e da TAM. A lucratividade foi obtida pela divisão do resultado de voo pela receita de voo. Agrupando-se os índices de lucratividade por empresa, apresentados na Tabela 7, tem-se a Tabela 10.

Pelos índices apresentados, pode-se inferir que, no período de 2004 a 2006, as companhias em recuperação tiveram índices de lucratividade significativamente menores em relação aos da Gol e aos da TAM.

**Tabela 10:** Índice de lucratividade por empresa 2004-2006

Empresa	2004	2005	2006
NORDESTE	-25%	6%	-217%
RIO SUL	-21%	-28%	-95%
VARIG	3%	-7%	-32,47%
GOL	24%	19%	11%
TAM	4%	4%	8%

Fonte: ANAC – Adaptado pelos autores

A redução dos lucros da Varig pode ser vista como consequência da junção de vários fatores operacionais e financeiros, como a redução da produtividade e das vendas, o aumento dos custos, a dificuldade em obter créditos e também devido à alienação da Unidade Produtiva Varig. Todos esses condicionantes reunidos contribuíram para que a empresa tivesse seus lucros diminuídos durante o período de sua recuperação.

### 5.2.6. Incapacidade de Obtenção de Crédito

Na documentação processual, a Varig declarou ter passado por dificuldades financeiras e para obter crédito, afirmando que o ineditismo da Lei de Recuperação e Falência estava dificultando a obtenção de novos recursos.

A empresa relatou que após a impetração do processo passou a sofrer restrições de crédito, comprometendo o seu fluxo de caixa, e que devido a esse problema estava correndo risco de perder algumas aeronaves por descumprimento de pagamento do contrato de arrendamento das mesmas. A Varig expôs que, logo após a divulgação do seu pedido de recuperação, seus principais fornecedores no Brasil (Petrobras, Shell, Esso, Infraero e IBM), e também fornecedores no exterior, passaram a exigir pagamentos à vista, sendo que antes do processo estas mesmas empresas concediam prazos para o pagamento das compras de insumos e serviços. Também afirmou que, após o anúncio da recuperação, as administradoras de cartões de crédito no Brasil, que correspondiam a uma parcela significativa das vendas de passagens aéreas da Varig, passaram a requerer aumento dos depósitos em garantia, gerando im-

pacto de aproximadamente R\$ 25 milhões mensais no seu fluxo de caixa.

A Varig teve problemas com funcionários e aeronaves devido à escassez de caixa. Por não cumprir com os pagamentos de salários dos seus empregados, era iminente o risco de greve e paralisação total de suas operações. Em relação às aeronaves, houve retenção de alguns motores pela GE Celma Ltda, empresa pertencente ao Grupo GE responsável pela manutenção de motores e turbinas utilizados nos aviões da Varig. A ausência desses motores estava gerando perda de receita pela inoperância das aeronaves que dependiam deles. A Varig também teve várias aeronaves paralisadas devido à falta de recursos para reposição de peças e realização de manutenção, aumentando a sua perda de receita operacional e, consequentemente, colaborando para a redução dos seus lucros.

De acordo com o processo de recuperação, a Varig contou várias instituições financeiras, porém nenhuma se dispôs a fornecer recursos suficientes e de curto prazo para a empresa melhorar a sua situação financeira. Diante desse contexto, a empresa viu como saída para os problemas imediatos de caixa a venda das ações de duas de suas subsidiárias, a Varilog e a Vem. Posteriormente, houve a venda da Unidade Produtiva Varig e também do acervo de obras de arte que a companhia acumulou durante sua existência.

## 6. Considerações Finais

Este trabalho teve como objetivo principal estimar e evidenciar os custos diretos e indiretos em que a Varig incorreu, devido ao seu processo de recuperação judicial. Após análise do caso e considerando as limitações de acesso às informações, é possível afirmar que o custo direto do processo em relação ao ativo salvaguardado pela Varig, assim como em relação à sua dívida, é relativamente baixo (materialidade): 0,53% e 0,16%, respectivamente. No entanto, para uma companhia que se encontrava em crise, os valores absolutos se tornam significativos, agravados pelo fato de os desembolsos terem sido constantes para permitir o andamento do processo. Tais desembolsos pioraram a situação da recessão financeira pela qual a empresa passou.

Quanto aos custos indiretos da recuperação da Varig, nesta pesquisa o objetivo foi identificá-los e descrevê-los. Após a exposição e análise dos dados obtidos, pode-se afirmar que a Varig incorreu em perdas devido ao fato de estar em recuperação, que podem ser caracterizadas como custos indiretos – custos de oportunidade.

Durante o período analisado, os resultados operacionais da Varig pioraram. Houve redução da produtividade, suas vendas diminuíram, seus custos operacionais aumentaram e, consequentemente, seus resultados foram impactados negativamente. Além da conjuntura operacional, a empresa enfrentou restrições à obtenção de créditos, o que limitou ainda mais as tentativas de superação da crise e pressionou a administração a tomar decisões que provavelmente não tomaria, caso a empresa não estivesse em recuperação, como por exemplo a venda de subsidiárias e da própria Unidade Produtiva Varig. Neste sentido, a sua recuperação pode indicar que houve apenas um processo de procrastinação na liquidação de ativos, fato que ocor-

teria em menor tempo se o pedido de recuperação tivesse sido negado e a falência tivesse sido instalada diretamente.

O andamento da recuperação judicial da Varig também foi prejudicado pelos custos indiretos em que a empresa incorreu durante o processo, principalmente, devido à venda da Unidade Produtiva Varig (UPV) que reduziu substancialmente a sua capacidade operacional e comprometeu a principal fonte de obtenção de recursos da empresa. Sem a UPV e com grandes dificuldades para obtenção de crédito, não havia fontes de recursos suficientes para o pagamento dos credores, tornando a recuperação inviável.

Para a Varig, a recuperação não atingiu o seu propósito, se considerados todos os fatos e dados analisados nesta pesquisa. A empresa incorreu em grandes despesas; parte considerável do seu patrimônio foi liquidada, bem como a UPV,

duas subsidiárias e 25% das ações da sua controladora; mais de cinco mil funcionários foram demitidos e, para os credores, restou uma companhia limitada operacionalmente e com dívida de mais de cinco bilhões de reais (R\$ 5 bi). Se a recuperação tivesse sido negada e a falência decretada, ao menos a taxa de recuperação dos credores poderia ter sido maior à época. Tal análise se baseou apenas nos dados e período analisado, sendo esta uma oportunidade de nova pesquisa, tendo em vista o desdobramento do referido caso, que culminou no retorno ao processo de recuperação da Varig. Analisar o contexto e o impacto desta decisão, bem como o efeito do tempo em decisões judiciais de processos de recuperação, pode aclarar mais a relação da legislação e do Judiciário no resultado desses e seus consequentes custos.

## Referências

- AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL - ANAC. Anuário do Transporte Aéreo (2004-2008). Disponível em: <<http://www2.anac.gov.br/estatistica/anuarios.asp>>. Acesso em: 28.03.2011.
- ALBUQUERQUE, Flávia. Quebra da Varig causou mais prejuízo ao turismo que crise aérea diz-ministra. Agência Brasil, São Paulo, 13 de ago. 2007. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/noticia/2007-08-13/quebra-da-varig-causou-mais-prejuizo-ao-turismo-que-crise-aerea-diz-ministra>>. Acesso em: 13.06.2011.
- ALTMAN, Edward I., Corporate financial distress and bankruptcy: a complete guide to predicting and avoiding distress and profiting from bankruptcy. 2ed. Wiley Financial Edition, 1993.
- ALVES, Lauro Eduardo Soutello. Governança e cidadania empresarial. Revista de Administração de Empresas, vol. 41, n.4, out./dez., p. 78-86, 2001.
- ARAUJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. A nova lei de falências: uma avaliação. Economia Bancária e Crédito - Avaliação de 4 anos do projeto Juros e Spread Bancário. Banco Central do Brasil, p. 44-57, 12/2003. Disponível em <<http://aurora.proderj.rj.gov.br/portaldpge/imagem-dpge/public/arquivos/economia-bancaria-credito-4.pdf#page=45>> Acesso em 24.04. 2011.
- BRASIL. Decreto Lei n. 7.661 de 21 de junho de 1945. Lei de falências. Disponível em: <<http://www010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/24/1945/7661.htm>>. Acesso em: 20.04.2011
- BRASIL. Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil/\\_ato2004-2006/2005/lei/L11101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil/_ato2004-2006/2005/lei/L11101.htm)>. Acesso em: 23.03.2011.
- BRIS, Arturo; WELCH, Ivo; ZHU, Ning. The cost of bankruptcy: chapter 7 liquidation vs. chapter 11 reorganization. Yale ICF Working Paper, n. 04-13, nov. 2004.
- CAMPBELL, Steven V. An Investigation of the direct costs of bankruptcy reorganization for closely held firms. Journal of small business management, jul., p.21-29, 1997.
- FAZZIO JR, Waldo. Nova lei de falência e recuperação de empresas. Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. São Paulo: Atlas. 2005.
- FISHER, Timothy C. G.; MARTEL, Jocelyn. The Irrelevance of Direct Bankruptcy Costs to the Firm's Financial Reorganization Decision. Journal of Empirical Legal Studies, vol.2, p. 151-169, mar. 2005.
- FURUBOTN, E.G.; RICHTER, R. (2000). Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics. The University of Michigan Press.
- GIL, Antonio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- KAYO, Eduardo Kazuo; FAMÁ, Rubens. Dificuldades financeiras, custos de agência e o instituto jurídico da concordata. Cadernos de Pesquisa em Administração, São Paulo, v.1, n° 3, 2º sem./1996.
- MÁRIO, Poueri C. Contribuição ao estudo da solvência empresarial: uma análise de modelos de previsão – estudo exploratório aplicado em empresas mineiras. 2002, 152 f. Dissertação (mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração financeira. 3ed. Traduzido por Antonio Zorato Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1995.
- WARNER, Jerold B. Bankruptcy costs: some evidence. The Journal of Finance, vol. 32, n.2, maio, p. 337-347, 1977.
- WEISS, Lawrence A. Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims. Journal of Financial Economics, vol. 27, p. 285-314, 1990.