

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

TÍTULO: Análise da avaliação financeira da marca VARIG para aquisição pela GOL

AUTORES

CARLOS HONORATO TEIXEIRA

Universidade de São Paulo

honoratox@gmail.com

ALMIR FERREIRA DE SOUSA

Universidade de São Paulo

abrolhos@usp.br

RESUMO

A GOL Linhas Aéreas tem sido considerado um dos casos mais bem sucedidos mundo de lançamento de uma companhias aérea. A sua entrada na aviação comercial de passageiros se deu com uma estratégia consagrada em outros países de *low fare, low cost* – baixo custo, baixo preço, posicionando-se no mercado como uma companhia com preços muito competitivos em relação aos concorrentes. Porém, no último ano a empresa tem perdido sua competitividade, fato atribuído, em parte, á aquisição da VARIG. Ela conservava o nome e a marca de uma companhia que nos últimos quase 80 anos serviu à aviação comercial como a representação maior da marca brasileira no setor. Após sucessivas crises a Varig chegou a uma situação de insolvência, mantida, exclusivamente, pelo artificialismo de créditos e perdões judiciais até 2006. Em 2007, a companhia foi adquirida pela GOL. Nesta perspectiva, este trabalho busca analisar as condicionantes e variáveis financeiras que foram levadas em consideração na tomada de decisão da GOL em adquirir a VARIG, analisando os aspectos de proposição de valor, metodologias e resultados, visando, sob uma abordagem crítica, indicar a composição dos ativos tangíveis e intangíveis da marca e sua contribuição ou não para o conglomerado GOL.

ABSTRACT

GOL Airlines has been considered one of the most successful world launch of an airline. Its entry into commercial aviation passenger was devoted to a strategy in other countries of low fare, low cost itself in the market as a company with very competitive prices for competitors. But last year the company has been lost its competitiveness, a fact attributed in part to the acquisition of Varig. She kept the name and brand of a company in the last almost 80 years serving the commercial aviation as the largest representation of the mark in the Brazilian sector. Following the successive crises Varig came to a situation of insolvency, maintained exclusively by the sophistication of legal claims and pardons until 2006. In 2007, the company was acquired by GOL. Accordingly, this paper analyzed the conditions and financial variables that have been taken into account in decision making of the GOL to acquire VARIG, examining aspects of the value proposition, methodologies and results, aimed at a critical approach, to give the full tangible and intangible assets of the mark or not and their contribution to the conglomerate GOL.

PALAVRAS-CHAVE: Setor aéreo, avaliação financeira, *low fare – low cost*

1. INTRODUÇÃO

A GOL Linhas Aéreas é um dos casos mais bem sucedidos mundo de lançamento de uma companhias aérea. Em seus sete anos de operação a companhia conquistou 43% do mercado doméstico brasileiro e 26% dos vôos internacionais partindo do Brasil (GOL-RI, 2008). A sua entrada no mercado brasileiro de aviação comercial de passageiros se deu com uma estratégia já consagrada em outros países de *low fare, low cost* – baixo custo, baixo preço, posicionando-se no mercado como uma companhia com preços competitivos em relação aos concorrentes.

Porém, ultimamente, a empresa tem perdido sistematicamente sua competitividade, derivado em parte do cenário econômico atual, mas principalmente pela aquisição da VARIG. Apesar de uma marca ainda forte no Brasil e no mundo, a situação da VARIG é de insolvência absoluta, há mais de 8 anos, mantendo sua atuação até meados de 2006 graças a créditos para o fornecimento de combustível, atrasos de taxas e impostos e outras concessões que permitiam a empresa continuar funcionando, a despeito de sua situação financeira falimentar.

Neste cenário, ainda agravado pela alta dos preços dos combustíveis e de escândalos no processo de negociação da venda da VARIG, o presente trabalho analisar como a aquisição da VARIG pelo grupo GOL, especialmente a marca VARIG foi avaliado e como o componente da avaliação do intangível da marca Varig, foi determinante para a aquisição pela família Constantino, controladora do grupo GOL.

2. METODOLOGIA E OBJETIVO

A abordagem metodológica deste artigo busca avaliar a compra da VARIG pela GOL, com objetivo de identificar e avaliar as decisões tomadas em função de projeções de sinergias e criação de valor para as duas companhias. Busca ainda refletir sobre como uma empresa tecnicamente falida como a VARIG pode agregar valor a outra empresa, sólida e lucrativa e com uma boa marca em construção decidiu pela aquisição.

O trabalho está baseado na metodologia do estudo de caso, com a coleta de dados secundários e públicos das empresas pesquisadas e descrever o Método de fluxo de caixa descontado para as reflexões sobre a avaliação de empresas e de intangíveis.

Será apresentada uma avaliação das empresas com base nas demonstrações de resultados recentes, de 2001 até 2005 e uma previsão até 2016. Todas as contas futuras serão trabalhadas com variação nominal

3. O MERCADO DE AVIAÇÃO MUNDIAL

O mercado de aviação comercial tem crescido exponencialmente nestes últimos anos. Desde o surgimento do avião como meio de transporte, exceto apenas alguns períodos de recessão ou guerras, o mercado de aviação civil tem crescido e ocupado um espaço de destaque como uma indústria muito sofisticada, complexa e extremamente sensível a variações externas dos mercados. Estatísticas como do número de passageiros transportados por km quase foi multiplicado por 10 nos últimos 35 anos e aumentou 36% desde 2001, de acordo com dados da indústria aeronáutica (AIRBUS, 2008).

Tal crescimento, porém, não garantiu sustentabilidade às empresas. Muitas ficaram pelo caminho ao longo dos anos, como a PAN AM, TWA, TRANSBRASIL, VASP entre outras, empurradas para a falência em função de crises econômicas ou gestão temerária em tempos de crise. É certo, porém, que o negócio aviação é um dos mais complexos da economia, em função de várias exógenas e endógenas que provocam receitas (e por ventura prejuízos) notáveis.

4. GOL LINHAS AÉREAS - CONTEXTO E MODELO DE NEGÓCIO

A GOL Linhas Aéreas Inteligentes foi criada em 2000 pelo Grupo Áurea Administração e Participações, uma holding de 36 empresas com atuação no setor no transporte terrestre, com 420 milhões de passageiros transportados em 2004 e um faturamento anual de um bilhão de Reais (Duque, 2004). Em 2000 esse grupo identificou uma oportunidade de mercado no Brasil. Havia uma grande demanda reprimida de pessoas que poderiam utilizar o avião como meio de transporte cobrindo grandes distâncias do país, por preços mais acessíveis e tempo de deslocamento menor quando comparado ao transporte rodoviário.

Havia uma procura crescente e uma busca dos consumidores por um serviço que oferecesse ao mesmo tempo baixo custo, rapidez e segurança. A estratégia fundamental do modelo de negócio implementado pela GOL está sustentada por dois elementos principais: *low fare*, *low cost* e a taxa de ocupação das aeronaves, já reproduzido com sucesso em outras empresas no exterior como a Southwest e a Jet Blue nos EUA e Easyjet, Ryanair na Europa.

Na década de 1970 nos EUA, baseado na utilização de aeroportos secundários, ligação de ponto a ponto, sem grandes serviços de bordo, utilização intensiva de equipamentos e recursos, cobrando passagens baixas baseadas em custos baixos, surgiu o modelo *low fare low cost*. A empresa pioneira nesse tipo de estratégia foi a Southwest, companhia que conseguiu resultados consideráveis desde sua fundação, em 1971, nunca tendo um resultado negativo em sua história. (SOUTHWEST, 2007). O resumo do modelo consistia em eliminar custos desnecessários ao deslocamento, centrando-se em custos baixos para a manutenção de tarifas competitivas. O conceito de **Low fare Low Cost**, portanto, baseia-se no objetivo viabilizar uma operação eficiente, com uma estrutura enxuta e baixos custos operacionais, de tal maneira que possa oferecer as tarifas com preços competitivos no mercado, abaixo dos concorrentes.

A GOL, ao planejar sua estratégia de entrada, adotou uma série de medidas para manter uma estrutura de baixos custos operacionais. A primeira delas foi o investimento em tecnologia, permitindo integrar os sistemas da empresa com os usuários de forma rápida e segura, e possibilitando a aquisição dos bilhetes através da Internet - com isso minimizando os custos administrativos com lojas e funcionários. A segunda foi a terceirização de diversas atividades, não somente com o objetivo da redução dos custos e dos investimentos necessários numa atividade secundária, mas também buscando um serviço mais eficiente e especializado a ser prestado por fornecedores com maior foco no negócio em si e obter ganhos de escala. A terceira medida foi o investimento numa frota nova, moderna e padronizada (Boeing 737). Isso permitiu, de um lado, alavancar uma boa negociação e condições de compra junto ao fornecedor e minimizar os custos com manutenção, reduzindo o consumo de combustível e os gastos com peças de reposição e qualificação técnica da equipe de manutenção. Finalmente, a última medida foi a contratação de mão-de-obra experiente e especializada, principalmente dos concorrentes em dificuldades, otimizando custos com treinamento para uma empresa em fase de *startup*, e a adoção de uma filosofia de trabalho e visão de negócio buscando a simplicidade e informalidade no tratamento com os clientes.

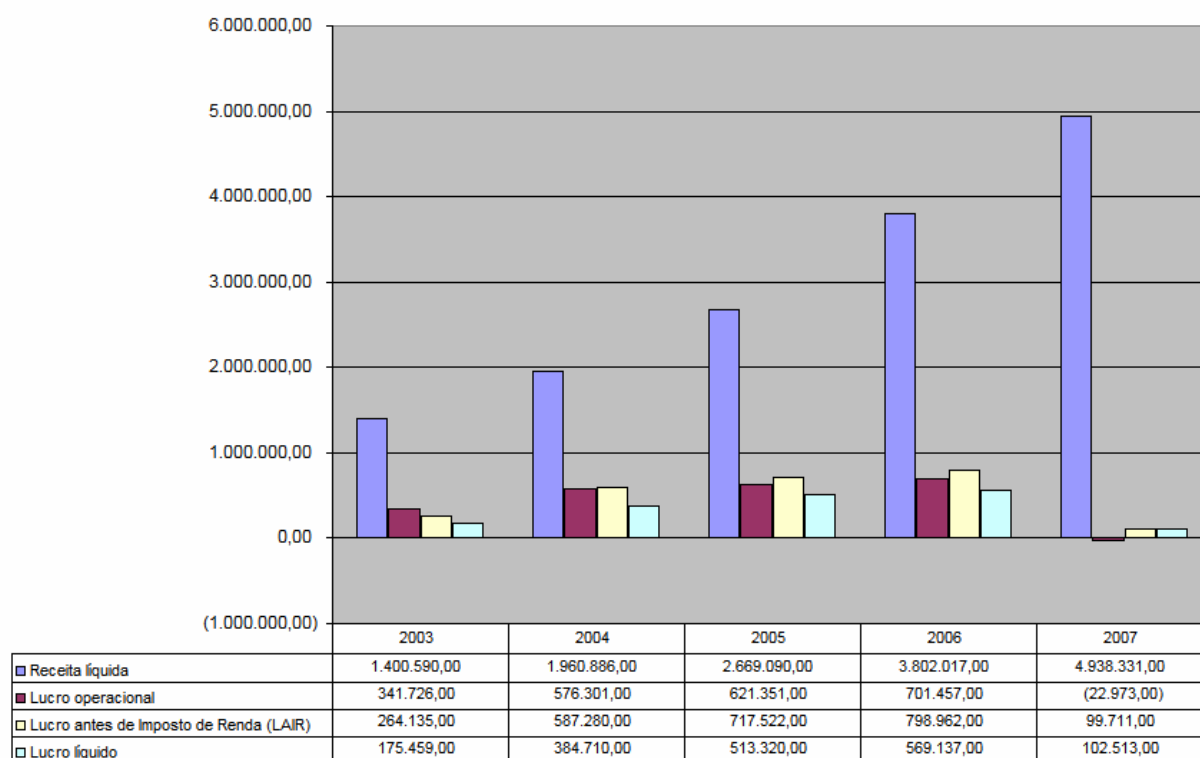


Figura 1 – Resultados financeiros da GOL (2003-2007). (GOL RI, 2008)

Os resultados apresentados pela companhia são muito significativos em termos de crescimento da receita faturada, crescendo quase 40% em média no período de 2003 a 2007 (GOL-RI, 2008)

Especificamente no período de 2001 a 2004 a GOL foi capaz de aumentar a sua Receita Líquida em cerca de 650% e ao mesmo tempo conseguiu obter um crescimento consistente na sua margem operacional, que saltou de 1% em 2001 para 29% em 2004 (GOL-RI, 2008). Essa melhoria significativa dos seus resultados operacionais foi suportada diretamente pela sua estratégia de ter uma estrutura de custos eficiente. Um ponto fundamental de sustentação do modelo de negócio implementado pela GOL é o alto nível da ocupação das aeronaves. A estratégia de oferecer tarifas baixas tem como objetivo conquistar o maior número possível de clientes dos concorrentes e também popularizar o transporte aéreo de passageiros atraindo novos consumidores para o mercado.

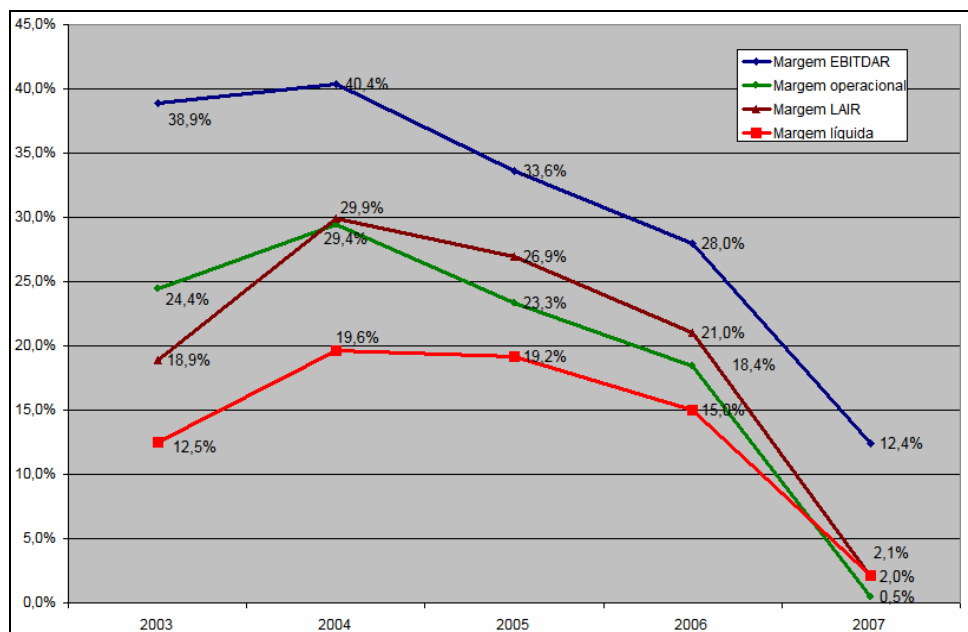


Figura 2 – Margens da GOL de 2003 a 2007. (GOL RI, 2008).

Porém, a combinação do processo de incorporação da VARIG e os problemas com o “apagão aéreo” afetaram os resultados nos períodos subsequentes. As margens operacionais, EBITDAR e operacional despencaram mostrando que a companhia operou proximamente do equilíbrio em 2007, com um prejuízo pequeno, em relação ao volume total, mas notável para uma operação até então muito saudável. Ressalte-se que todos esses dados a partir de 2007 incorporam as operações da VARIG.

Na figura a seguir, percebe-se que a margem operacional aproximou-se do equilíbrio. Especialistas atribuem ao processo de fusão somado à crise do mercado aéreo no final de 2006 como as causas da queda do desempenho do grupo GOL-VARIG.

Em termos de indicadores operacionais, a GOL mantém indicadores adequados, porém o ponto de equilíbrio da operação em termos de ocupação elevou-se, indicando um claro aumento de custos das operações. Os indicadores de RPK e ASK, respectivamente passageiros transportados por Km e assentos oferecidos por km tem crescido exponencialmente, porém com leve piora das taxas de ocupação e *break-even*.

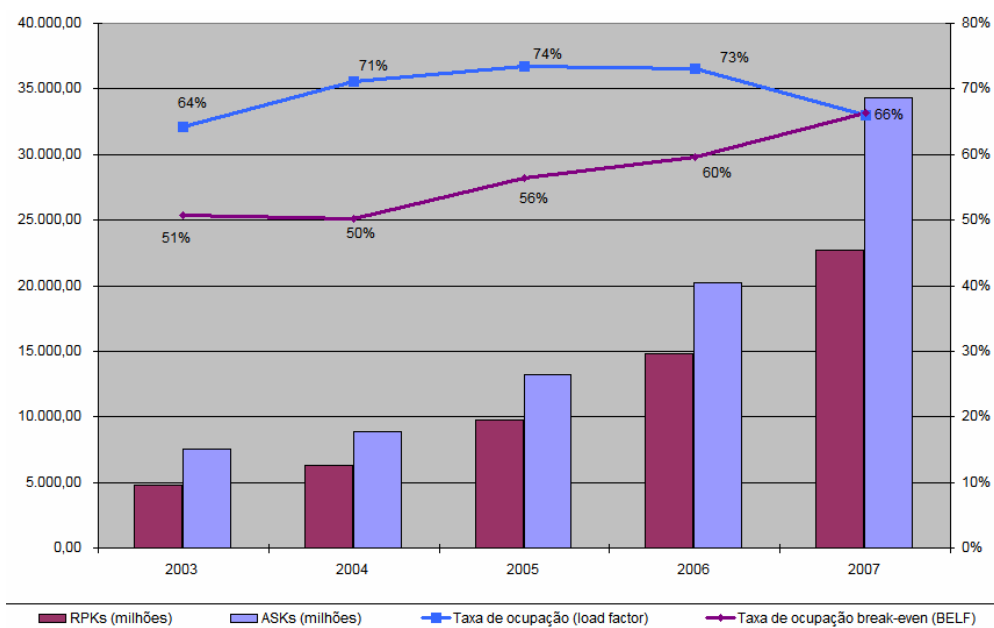


Figura 3 – Indicadores operacionais da GOL de 2003 a 2007. (GOL RI, 2008).

O modelo de negócios *low fare low cost* pressupõe a utilização máxima do espaço disponível - para isso inclusive foi criado um serviço de bordo rápido e enxuto que necessita um espaço reduzido de armazenagem e, com isso ganham-se assentos extras; utilização de rotas de grande demanda com o objetivo de maximizar o número de assentos ocupados; opção por trechos curtos (de cerca de uma hora e meia de voo) para reduzir o tempo parado no solo e aumentar o tempo de voo das aeronaves.

Em relação à concorrência e participação de mercado, no segmento de transporte aéreo de passageiros no Brasil, a GOL obteve uma firme trajetória de crescimento desde o início de suas operações, alcançando 36,9% de participação de mercado nos seis primeiros meses de operação.

A implantação do modelo da GOL foi efetivamente, um sucesso de implementação obedecendo ao modelo de negócio pré-estabelecido. A incorporação da VARIG, vista como uma aquisição estratégica, tornou-se o principal desafio da GOL, em um ambiente de turbulência econômica e alta volatilidade do preço dos combustíveis e derivados e a incorporação de uma empresa decadente com uma estrutura de custos diferente da nova proprietária.

5. O PROCESSO DE COMPRA DA VARIG – DESCRIÇÃO DO CASO

A VARIG foi fundada em pelo alemão Otto Ernst Meyer, e foi a primeira empresa de avião comercial do Brasil. (VARIG, 2002). Em 1926, com auxílio de pessoas influentes da comunidade alemã e apoio da subsidiária da alemã *Lufthansa*, Meyer teve a oportunidade de apresentar sua idéia para empresários, políticos e representantes da sociedade de Porto Alegre e iniciar a parceria para dar vida a uma companhia aérea de passageiros. Nos primeiros anos a companhia limitou-se ao uso de um único avião. As operações administrativas eram comandadas por Ruben Berta, o primeiro funcionário da VARIG. (Lobello, 1996), até a morte prematura do primeiro presidente da empresa, Assis Brasil, quando se tornou então presidente. Nas duas décadas seguintes, a VARIG eleva-se à condição de prestígio internacional com rotas para Estados Unidos e Europa. (FRB, 2001) A expansão foi auxiliada pela compra de aeronaves norte-americanas, no pós-guerra, que tinham melhor tecnologia, permitindo vôos noturnos e aumento de passageiros e de carga. Nesse período ela manteve o crescimento no mercado apoiada na eficiência operacional, adoção de aviões modernos e

excelência no atendimento de passageiros e clientes, com uma relação muitas vezes pouco clara com o governo federal e uma regulação extremamente rígida, que indiretamente impedia a competição, muitas vezes privilegiando a VARIG com a concessão exclusiva de rotas e prioridade na incorporação de companhias que desapareceram no período, como a Panair Brasil e Cruzeiro do Sul.

Nas décadas de 1970 e de 1980, embora tenha mantido seus programas de investimento, a Empresa sentiu as primeiras dificuldades provenientes da alteração da conjuntura econômica nacional e mundial. Mesmo assim, manteve-se como a empresa que representava o Brasil no exterior com prestígio e responsabilidade (PIZZO, 2003). Porém, a situação agravou-se nos anos 1990 com a instabilidade econômica e mudanças regulatórias que aumentaram a concorrência do setor. Na década de 2000, atolada em dívidas, com uma estrutura organizacional inchada e incompatível com os parâmetros de mercado o aumento da concorrência, a ausência de práticas de governança e de visão dos controladores da Fundação Rubem Berta, a VARIG viu sua receita cair e suas possibilidades de reinvenção ficar pelo caminho. (DELLOITE, 2006).

Há quase duas décadas a VARIG vem apresentando resultados financeiros negativos, permanecendo com seu patrimônio líquido negativo em mais de R\$ 6 bilhões de reais. Em 2003, por exemplo, a VARIG tinha um patrimônio líquido de 542% negativos em relação aos seus ativos. Isto, mesmo que a empresa vendesse tudo o que possuía, precisaria de mais 6 vezes esse patrimônio para honrar credores. Cerca de 63% das dívidas até 2005 eram com credores estatais, quer governo ou empresas estatais como a Petrobrás, que fornecia o combustível sem garantias de recebimento. Segundo a CVM (2008) a VARIG devia R\$ 45 milhões de reais para a Petrobrás e R\$ 177 milhões para a Infraero, em troca da locação de lojas e espaços em aeroportos. Estes números por si só, já revelam que a empresa estava em uma condição falimentar muito antes da decisão de venda para o grupo GOL.

A justificativa oficial para tal cenário foram as constantes intervenções econômicas nos preços das tarifas aéreas durante as décadas de 80 e 90, impedindo as companhias de administrar seus preço diante de insumos cotados em dólar.

A situação da VARIG chegou aos tribunais. No supremo tribunal federal STF foram julgadas ações de companhias aéreas referentes ao período em que elas tiveram a interferência do governo na formulação do preços das tarifas aéreas, isto é, sua intervenção no domínio econômico.. Em 1997 o STF concedeu R\$ 725 milhões de indenização à Transbrasil, pelos mesmos motivos alegados pela Varig, criando de certa forma, uma jurisprudência para casos futuros. A Transbrasil abateu dívidas com o governo, mas mesmo assim não suportou muito vindo a encerrar suas operações anos depois.

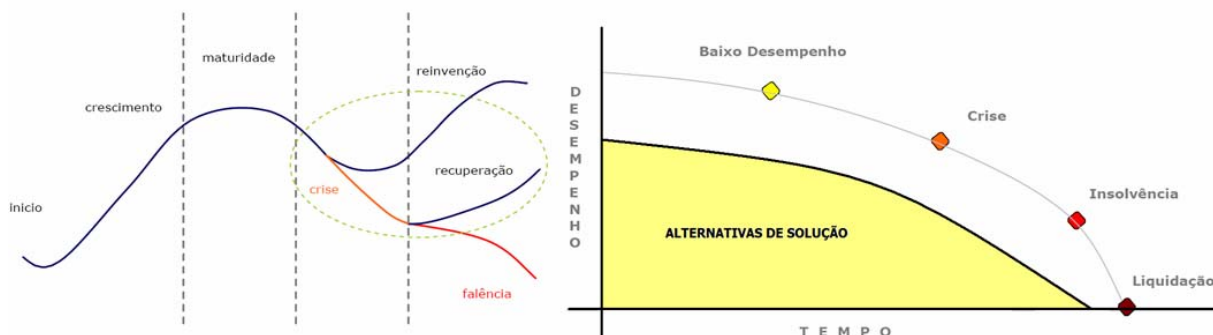


Figura 4 – Possibilidades de solução do caso VARIG (DELLOITE, 2006).

Em julho de 2006 foi anunciada a venda da VARIG par a antiga subsidiária VARIG LOG, por US\$ 24 milhões (cerca de R\$ 53 milhões) em leilão, para a VarigLog, que assumiu R\$ 245 milhões em bilhetes emitidos e o passivo (milhas acumuladas) de R\$ 70 milhões. Mesmo após a mudança de gestão, a crise manteve-se, agravando-se ao final de 2006. Com o

cancelamento de rotas, fechamento de postos de trabalho e inadimplência generalizada, a companhia suspendeu parcialmente suas operações em 2006. Foi elaborado um plano inovador de recuperação judicial, separando a “parte boa” – Nova VARIG - rotas, marca e expertise, da “parte podre” - Velha VARIG - dívidas, ativos e parte da companhia, buscando uma solução inovadora para uma empresa tradicional e querida pelos brasileiros, mas que estava operacionalmente falida (DELLOITE, 2008). Em março de 2007, o grupo controlador da GOL anunciou a compra da VARIG (nova VARIG) por US\$ 275 milhões, com o novo presidente da companhia anunciando que:

Varig e Gol serão empresas completamente independentes e concorrentes. As duas empresas terão executivos diferentes, que comandarão departamentos e estratégias comerciais distintas. (...) a Gol continuará com seu perfil "low cost", que adota desde o início das operações, em 2001. Já a Varig priorizará vôos domésticos sem escala e internacionais intercontinentais, área em que sempre foi forte (UOL, 2007).

6. REFERENCIAL TEÓRICO – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Avaliação de empresas – VALUATION

A avaliação de empresas é o processo pelo qual se busca estimar o valor de uma empresa, unidade de negócio ou um simplesmente um negócio em si. Copeland et al (2002) definem algumas etapas para o processo de avaliação de empresas: basicamente centra-se na análise do desempenho; a projeção do desempenho futuro; a elaboração do fluxo de caixa, estimativa do custo de capital (WACC) do valor da perpetuidade e a avaliação dos resultados.

A necessidade de avaliação surgiu em um período que a economia mundial transformou-se substancialmente. O volume de operações e a globalização dos mercados levaram a um processo de compra e venda de empresas, fusões e aquisições, concentração de mercados que demandam instrumentos de mensuração e conhecimento de um valor justo de mercado, para que os agentes econômicos possam continuar a efetuar suas transações e movimentos de capitais com informações acuradas do mercado (DAMODARAN, 1997). Quer compradoras, quer vendedoras, a busca pelo valor justo da empresa é o desafio da avaliação. (MARTELANC, 2006).

O acerto do valor pode não acontecer e de fato não acontece. A avaliação financeira de empresas não busca encontrar um valor definido para a empresa e sim, dentro de cenários, avaliações históricas e projeções estimar um *range* de valor, sendo uma combinação de ciência com arte como diria Damodaran (1997). Vale ressaltar ainda que os negociantes tenham suas próprias agendas e interesses e os valores encontrados servirão de parâmetro de negociação das partes interessadas. Outra observação é de que a avaliação de um negócio só deve ser feito no momento da venda ou fusão. Conhecer o valor da empresa ou da unidade, hoje, pode ser um instrumento de gestão poderoso da estratégia, posicionamento comparativo com competidores, na busca por crédito, financiamento e espaço no mercado.

Damodaran (2007) e Coppeland et al (2002) evidenciam que todos esses pressupostos levam em consideração a tangibilidade dos resultados, já que se parte dos elementos descritos nos relatórios de resultado das empresas – o demonstrativo de resultados, balanço e outros descritivos e resumos financeiros que são disponibilizados pelas empresas. Por outro lado, há uma série de intangíveis que não aparecem claramente nas demonstrações financeiras e precisam ser destacados separadamente como é o caso da marca.

Em termos gerais do que se quer medir, os modelos surgidos até hoje buscam avaliar o patrimônio, no sentido mais amplo, que a empresa possui. Mas para além do patrimônio o elemento fundamental do processo de avaliação é o caixa e sua geração. Muito mais além do que a empresa tem, mas sim o que ela efetivamente gera de valor, e em um conceito mais amplo, da sua criação, é onde está o cerne dos modernos e mais adotados processos de avaliação de empresas.

Martins (2001, p.263) comenta a busca da avaliação pela determinação do valor:

“não existe um valor correto para um negócio. Pelo contrário, ele é determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados”.

Métodos de avaliação de empresas

Os métodos de avaliação de empresas podem, em geral, ser classificados em grupos fundamentais: Avaliação Patrimonial e Avaliação Econômica (Martelanc, 2006). A Avaliação patrimonial relaciona e leva em consideração aquilo que a empresa tem, sem considerar o que motiva ou promove seu funcionamento e os resultados que ela traz. Na avaliação econômica levam-se em consideração os valores gerados pela operação da organização e todas as suas derivadas de avaliação: o valor presente do fluxo de caixa operacional, que será utilizado neste estudo, índice preço/lucro, relação dividendo/preço, relação preço/valor patrimonial e custo de reposição da capacidade instalada.

A utilização do método do fluxo de caixa descontado deve levar em consideração os diversos fatores que interferem nas projeções futuras e impactos no longo prazo: a situação do ambiente econômico, a política de tributos e incentivos dos governos, características de concorrência e a apelo do mercado. Na estruturação do fluxo de caixa operacional devem-se levar em consideração os elementos que o compõem: como o resultado operacional, o imposto de renda, a depreciação, extraídos da Demonstração do Resultado do Exercício e do Balanço Patrimonial, dos Demonstrativos Contábeis publicáveis. Copeland et al. (2002).

As empresas têm como fontes de capital, os capitais de terceiros, que podem ser alavancados tanto junto ao mercado interno, como no mercado externo e os capitais próprios. A presença de empréstimo na estrutura de capital da empresa acarreta alavancagem financeira, que tende a maximizar os efeitos de maiores lucros operacionais sobre os retornos dos proprietários. O custo de capital de terceiros é a taxa de juros sobre os recursos advindos de empréstimos ou financiamentos. (Gitman, 1997)

O custo de capital própria é a taxa de retorno que os investidores esperam e exigem realizar de um investimento. Pode ser traduzido do ponto de vista econômico como sendo o custo de oportunidade de capital, isto é, a remuneração esperada em um investimento, maior que a opção deixada de lado. Copeland et al (2002) recomenda o uso do *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* ou o *Arbitrage Pricing Model (APM)*, dado que estas duas abordagens utilizam modelos de risco e retorno. Para Damodaran (1997:p. 27) o CAPM :

“é construído sobre a premissa de que a variância de retornos é a medida de risco apropriada, mas apenas aquela porção de variação que é não diversificável é recompensada. O modelo mede essa variância não diversificável, usando uma estimativa beta, e relaciona os retornos esperados a essa estimativa.”

Usando o coeficiente β para medir o risco não diversificável, o modelo de precificação dos ativos financeiros (CAPM) fica caracterizado pela equação:

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f] \times \beta$$

r_f : Taxa de retorno livre de risco;

$E(r_m)$: Taxa de retorno prevista para a carteira do mercado em geral;

$E(r_m) - r_f$: Ágio pelo risco no mercado;

Beta : Risco sistêmico do capital ordinário.

Figura 5 – Descrição do CAPM.

O risco total de uma participação corresponde à soma de duas parcelas, chamadas de *risco diversificável* - associado a fatores aleatórios, tais como greves, e podem ser eliminados através da diversificação de investimentos e *risco não diversificável* - que afeta todas as empresas e dificilmente seria eliminado via diversificação. Uma guerra, inflações generalizadas e crises políticas são exemplos de risco não diversificável.

Ao se utilizar o CAPM para cálculo do custo do capital próprio, o coeficiente β é a forma de avaliar tal risco e é uma relação entre o retorno de um dado ativo e o retorno do mercado ou retorno livre de risco. Segundo Gitman (1997: p. 222):

“o coeficiente β de um ativo pode ser encontrado examinando-se os retornos históricos do ativo, relativos aos retornos do mercado. O retorno do mercado é o retorno da carteira de mercado de todos os títulos negociados”.

A essência dos métodos de avaliação de empresas, especificamente o método do Fluxo de Caixa Descontado consiste em calcular uma projeção futura de fluxos e trazê-los a valor presente, dado determinado custo de capital e risco de crescimento do negócio, baseados em uma estimativa de crescimento (Damodaram, 1997).

Há certamente diversas limitações nesses processos, especialmente a dificuldade de se avaliar as taxas de crescimento futuro, seu desenvolvimento, os custos de capital envolvidos, mas a base da avaliação deve se manter na busca de uma estimativa de valor, que certamente será discutida com os *stakeholders* envolvidos e interessados no processo de avaliação.

Marca – Conceito, Valor e Utilidade

O conceito de marca da *American Marketing Association* (AMA) postula que:

Marca – Conceito, Valor e Utilidade

O conceito de marca da *American Marketing Association* (AMA) postula que:

“marca é um nome, termo, sinal, símbolo ou desenho, ou uma combinação dos mesmos, que pretende identificar os bens e serviços de um vendedor ou grupo de vendedores e diferenciá-los daqueles dos concorrentes” (AMA, 1960).

Em comparação, Souza & Nemer (1993:12) alegam que as ações de marketing:

“visam fazer com que o consumidor associe a marca com uma série de atributos do produto, uma expectativa de desempenho e uma diferenciação em relação às marcas concorrentes.”

Em outras palavras, sendo marca um dos fatores relevantes para a construção da percepção de valor do consumidor, as ações de marketing devem se orientar, ou manter compatibilidade com as associações relacionadas à marca que transcendam os atributos do produto, e contemplem aspectos culturais, emocionais e de *status*, entre outros. Nesse sentido, conforme Tarsitano & Navacinsk (2004), uma marca representa a promessa da empresa de entregar um conjunto específico de características, benefícios e serviços aos compradores. Dentro desse contexto, a título de exemplo da adesão entre teoria e prática, Souza em discussão sobre dados contidos em documento oficial do acervo particular da empresa GOL, afirma que Constantino de Oliveira Júnior, empresário e acionista do Grupo Áurea, empresa fundadora da GOL Transportes Aéreos, declarou que, quando da entrada da empresa no mercado, se tinha a preocupação em “aliar a marca à qualidade de serviços e segurança” (Gol: uma história de sucesso (2002) *apud* SOUZA (2006:52)), ou seja, aliar a marca a atributos que não necessariamente do próprio produto.

Diante da necessidade de se mensurar o valor de uma marca, e ressalte-se que aqui se busca uma avaliação na perspectiva financeira, surgiu o conceito de *brand equity*, ou valor da marca. O valor da marca, associado às dimensões valor patrimonial da marca e valor agregado a marca, é fator diferenciador no momento de decisão de compra do consumidor. Hoeffler & Keller (2003) enfatizam as vantagens de uma marca forte, consistente, ao atestar que consumidores de marcas consolidadas reagem de maneira mais favorável as estratégias de

marketing. Segundo Aaker (1991) a relevância da marca, sua expressão ou seu valor, segundo, pode ser categorizado em 5 níveis: fidelidade à marca, conhecimento do nome de marca e símbolos, qualidade percebida, associações promovidas pela marca e ativos do proprietário da marca. Tentando verificar os aspectos relevantes da marca Varig alguns comentários poderão ser tecidos:

1. Fidelidade à marca: a Varig possui um programa de milhagem amplamente difundido denominado “Smiles”, e que se constitui em peça marcante da antiga administração Varig que se mantém na gestão atual;

2. Conhecimento do nome de marca e símbolo: a marca Varig é, com facilidade, reconhecida pelo público em geral. Em 2007, a marca passou por uma repaginação visual que alterou a forma e as cores do logotipo;

3. Qualidade Percebida: a crise financeira da empresa ao longo dos anos, objetivamente explicada em “O Caso Varig”, matéria da revista Época Online, do dia 28 julho de 2006, com efeito, influenciou a qualidade percebida dos serviços oferecidos pela organização. Na atualidade, sob nova direção, se orienta para a reestruturação da percepção de excelência na oferta com ações como, presença de profissionais de cozinha especializados para assegurar a adequação do cardápio de bordo ao gosto, cultura e costume do passageiro em particular;

4. Associações promovidas pela marca: na página principal da empresa na internet, verifica-se que existe uma orientação para que a marca volte a ser associada a “pontualidade, segurança, serviços diferenciados e produtos Premium”, por meio do programa de milhagens “Smiles” e disponibilização de salas VIP (*Very Important Person*) nos principais aeroportos. O serviço de bordo sortido tende a estimular a associação a serviço personalizado, sofisticado e diferenciado; e

5. Ativos do proprietário da marca: os ativos tangíveis da empresa se reduziram substancialmente ao longo do tempo, desde volume de aeronaves, funcionários até os índices de produtividade auferidos. (AZEVEDO, 2004).

A partir de tais conceitos e premissas específicas do setor aéreo, em particular, conclui-se que a gestão de marca assume relevância especial para a manutenção ou aperfeiçoamento da condição de negócio, à medida que empresas vinculadas a marcas fortes estão em posição de vantagem em períodos de crise e ciclos de crescimento. A dúvida em nosso caso é até que ponto uma marca forte garante retornos financeiros suficientes para gerar efetivo valor ao acionista?

7. ANÁLISE DA AVALIAÇÃO DA VARIG

A primeira etapa da avaliação da empresa é reunir informações sobre os demonstrativos financeiros da empresa, especialmente seu balanço patrimonial e sua demonstração de resultados. Conforme comentários de Martelanc (2006) o método do Fluxo de Caixa Descontado é o mais subjetivo, pois depende das premissas de quem está avaliando a empresa e os parâmetros que utiliza para a mensuração e definição das variáveis futuras.

No caso da VARIG, deve-se considerar um agravante a mais: Em 2006 a empresa chegou a um estado de insolvência quase que absoluta. Depois de quase duas décadas carregando um passivo considerável, a empresa se viu sem condições de manter suas operações em função das vultosas dívidas que possuía juntos aos credores de combustíveis, governo e fundos de pensão que administrava. Só para efeito de comparação em 2005, último ano de operação da companhia sob a administração da Fundação Rubem Berta, sua receita líquida de serviços foi de R\$ 6,64 bilhões de reais; em 2007, primeiro ano da administração Gol sua receita caiu para R\$ 595 milhões, cerca de 10% do volume gerado antes da venda. Muito disso é derivado do processo de incorporação e reorganização dos ativos e da operação da Varig para adequar as sinergias com a GOL. Considerando nesse caso, como premissa, que a

GOL adquiriu a Varig em um momento de reorganização societária e operacional, levaremos em consideração os valores referentes a 2003 e 2005 para a projeção da receita futura.

Perspectivas de crescimento

Considerando um cenário atual, sem a inclusão dos possíveis efeitos da crise do Subprime de 2008, podemos considerar que as perspectivas de crescimento do mercado de aviação, pelo crescimento da população brasileira e principalmente do PIB do mundo está em média na faixa dos 3,9% desde 1961. (FMI apud FIPE, 2007). O PIB – Produto Interno Bruto é um agregado da economia, somando todas as produções ou consumo de um determinado país ou região. Nessa perspectiva, adotar alguma relação do PIB parece adequado, já que o setor aéreo, por sua complexidade e volatilidade deve ter uma perspectiva de crescimento alinhada.

Para essa simulação considerar-se-á a taxa de 2% de crescimento ano a ano das receitas líquidas, modesta, mas que no longo prazo poderá refletir o crescimento médio que o setor pode ter, aceitando alguma subavaliação.

Portanto a utilização do valor do crescimento do PIB pode ser uma interessante estatística de crescimento da receita, prevendo algum crescimento sem super avaliar a possibilidade de sucesso.

Outras premissas são destacáveis e apresentadas na tabela a seguir da página 13.

A despesa com custos diretos será mantida em 83% das receitas líquidas, número alto para o setor, mas adequado avaliando a dificuldade em reorganizar as despesas da companhia, em função desse processo de reestruturação que deve ser realmente complicado. As despesas financeiras ficarão em 2 vezes o último período de 2005 e sendo decrescida à taxa de 95% do ano anterior, sendo uma estimativa do valor futuro nos primeiros anos das despesas de incorporação e necessidade de reorganização financeira para reestruturar um patrimônio líquido de cerca de R\$ 800 milhões negativo. Seriam provisões de despesas financeiras, totalizando cerca de R\$ 6,7 bilhões ao final da previsão.

Em relação ao valor da taxa de desconto relacionada ao custo ponderado de capital (WACC), tendo 100% de capital próprio, levou-se em consideração, uma taxa de desconto de aproximadamente 19%, composta de 4,5% da taxa livre de risco (sugerida por Damodaram, 2008), 11,48% o custo de capital próprio (neste caso as taxas livre de risco e o beta do setor já estariam embutidos) e 3% aproximadamente a média do risco país nos últimos 8 anos. (BCB, 2008).

O fluxo de caixa avaliado ficará da seguinte forma, exposto na página a seguir.

Dispondo então do cálculo do Valor presente do fluxo de caixa descontado obteve-se a seguinte avaliação da VARIG:

Avaliação da VARIG em R\$ (mil)	
G taxa de crescimento	2%
taxa de desconto	19%
VP Fluxo	249.190,99
VP do Valor Residual	1.311.531,51
Caixa disponível	513.000,00

Figura 6: Avaliação da VARIG

Com esta avaliação podemos identificar que da empresa considerando-se um universo de 10 anos a partir de 2006 é de R\$ 249.190.000,00. Ressalte-se aqui que o cálculo foi executado com base no horizonte de 2006 a 2016, com uma taxa de crescimento constante de 2% e uma taxa de desconto de 19%.

Detalhar-se-á melhor os comentários na conclusão.

VARIG

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
DESCRIÇÃO DA CONTA (REAIS MIL)									
Receita Líquida de Serviços	6.068.202,00	6.985.845,00	7.949.402,00	7.476.683,00	6.844.898,00	6.777.795,96	6.913.351,88	7.051.618,92	7.192.651,30
Custo de Serviços Vendidos	(4.491.332,00)	(5.167.040,00)	(5.849.298,00)	(5.167.040,00)	(5.511.148,00)	(5.625.570,65)	(5.738.082,06)	(5.852.843,70)	(5.969.900,57)
Lucro Bruto	1.576.870,00	1.818.805,00	2.300.104,00	1.983.371,00	1.133.750,00	1.152.225,31	1.175.269,82	1.198.775,22	1.222.750,72
Despesa/receitas Operacionais	(3.298.381,00)	(4.613.271,00)	(4.112.933,00)	453.355,00	(97.928,00)	-	-	-	-
Lucro Operacional (antes da receita financeira)	(1.743.423,00)	(2.816.378,00)	(1.834.741,00)	2.414.814,00	1.013.910,00	1.152.225,31	1.175.269,82	1.198.775,22	1.222.750,72
Receitas Financeiras	47.716,00	21.912,00	23.000,00	29.211,00	48.569,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00
Despesas Financeiras	(635.914,00)	(1.406.813,00)	(174.745,00)	(594.087,00)	(580.582,00)	(725.727,50)	(689.441,13)	(654.989,07)	(622.220,82)
Variações Monetárias obrigações e créditos	-	-	-	37.297,00	-	-	-	-	-
Imposto sobre Receitas Financeiras e variações monetárias	-	-	-	(20.296,00)	-	-	-	-	-
Resultado de Participações	-	-	-	(38.244,00)	(126.440,00)	-	-	-	-
Outras Receitas (despesas) Operacionais Líquidas	-	-	-	60.486,00	(673.824,00)	-	-	-	-
Lucro Operacional	(1.695.707,00)	(2.794.466,00)	(1.811.741,00)	(72.278,00)	(1.291.372,00)	474.497,81	533.828,89	591.806,15	648.530,10
Resultado Não Operacional	213.264,00	(103.308,00)	(21.855,00)	(14.889,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)
Lucro Antes do I.R. e CSSL	(1.482.443,00)	(2.897.774,00)	(1.833.626,00)	(87.167,00)	(1.476.774,00)	289.095,81	348.426,89	406.404,15	463.128,10
Lucro/Prejuízo Líquido do Exercício	(1.610.216,00)	(2.867.534,00)	(1.836.850,00)	(87.167,00)	(1.476.774,00)	289.095,81	348.426,89	406.404,15	463.128,10

Crescimento das receitas		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Benchmark de custos	74%	74%	71%	69%	83%	83%	83%	83%	83%
Despesas Operacionais	-54%	-66%	-52%	6%	-1%				

VARIG

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DESCRIÇÃO DA CONTA (REAIS MIL)							
Receita Líquida de Serviços	7.336.504,32	7.483.234,41	7.632.899,10	7.785.557,08	7.941.268,22	8.100.093,58	8.262.095,46
Custo de Serviços Vendidos	(6.089.298,59)	(6.211.084,56)	(6.335.306,25)	(6.462.012,37)	(6.591.252,62)	(6.723.077,67)	(6.857.539,23)
Lucro Bruto	1.247.205,73	1.272.149,85	1.297.592,85	1.323.544,70	1.350.015,60	1.377.015,91	1.404.556,23
Despesa/receitas Operacionais	-	-	-	-	-	-	-
Lucro Operacional (antes da receita financeira)	1.247.205,73	1.272.149,85	1.297.592,85	1.323.544,70	1.350.015,60	1.377.015,91	1.404.556,23
Receitas Financeiras	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00
Despesas Financeiras	(591.109,58)	(561.554,11)	(533.476,40)	(506.802,58)	(481.462,45)	(457.389,33)	(434.519,86)
Variações Monetárias obrigações e créditos	-	-	-	-	-	-	-
Imposto sobre Receitas Financeiras e variações monetárias	-	-	-	-	-	-	-
Resultado de Participações	-	-	-	-	-	-	-
Outras Receitas (despesas) Operacionais Líquidas	-	-	-	-	-	-	-
Lucro Operacional	704.096,15	758.595,74	812.116,45	864.742,12	916.553,15	967.626,58	1.018.036,37
Resultado Não Operacional	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)
Lucro Antes do I.R. e CSSL	518.694,15	573.193,74	626.714,45	679.340,12	731.151,15	782.224,58	832.634,37

Figura 7 – Previsão da evolução de receitas e despesas da VARIG até 2016.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
DESCRIÇÃO DA CONTA (REAIS MIL)									
Receita Líquida de Serviços	6.068.202,00	6.985.845,00	7.949.402,00	7.476.683,00	6.844.898,00	6.777.795,96	6.913.351,88	7.051.618,92	7.192.651,30
Custo de Serviços Vendidos	(4.491.332,00)	(5.167.040,00)	(5.649.298,00)	(5.167.040,00)	(5.511.148,00)	(5.625.570,65)	(5.738.082,06)	(5.852.843,70)	(5.969.900,57)
Luoro Bruto	1.576.870,00	1.818.805,00	2.300.104,00	1.983.371,00	1.133.750,00	1.152.225,31	1.175.269,82	1.198.775,22	1.222.750,72
Despesa/receitas Operacionais	(3.298.381,00)	(4.613.271,00)	(4.112.933,00)	453.355,00	(97.928,00)	-	-	-	-
Luoro Operacional (antes da receita financeira)	(1.743.423,00)	(2.816.378,00)	(1.834.741,00)	2.414.814,00	1.013.910,00	1.152.225,31	1.175.269,82	1.198.775,22	1.222.750,72
Receitas Financeiras	47.716,00	21.912,00	23.000,00	29.211,00	48.569,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00
Despesas Financeiras	(835.914,00)	(1.406.813,00)	(174.745,00)	(594.087,00)	(580.582,00)	(1.161.164,00)	(1.103.105,80)	(1.047.950,51)	(995.552,98)
Variações Monetárias obrigações e créditos	-	-	-	37.297,00	-	-	-	-	-
Imposto sobre Receitas Financeiras e variações monetárias	-	-	-	(20.298,00)	-	-	-	-	-
Resultado de Participações	-	-	-	(38.244,00)	(126.440,00)	-	-	-	-
Outras Receitas (despesas) Operacionais Líquidas	-	-	-	60.486,00	(873.824,00)	-	-	-	-
Luoro Operacional	(1.685.707,00)	(2.794.466,00)	(1.811.741,00)	(72.278,00)	(1.291.372,00)	39.061,31	120.164,02	198.824,71	275.197,74
Resultado Não Operacional	213.264,00	(103.308,00)	(21.855,00)	(14.889,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)
Luoro Antes do I.R. e CSSL	(1.482.443,00)	(2.897.774,00)	(1.833.626,00)	(87.167,00)	(1.476.774,00)	(146.340,69)	(65.237,98)	13.422,71	89.795,74
Luoro/Prejuízo Líquido do Exercício	(1.810.216,00)	(2.887.534,00)	(1.836.850,00)	(87.167,00)	(1.476.774,00)	(146.340,69)	(65.237,98)	13.422,71	89.795,74
Depreciação	-	-	-	-	54.700,00	-	-	-	-
Investimento	-	-	-	-	-	73.170,34	32.618,99	(6.711,35)	(44.897,87)
Necessidade de Capital de Giro	-	-	-	-	(11.000,00)	(11.000,00)	(11.000,00)	(11.000,00)	(11.000,00)
Fluxo de caixa para a empresa	-	-	-	-	-	(28.376,34)	13.290,89	53.759,43	93.106,91
Valor Presente do FC	-	-	-	-	-	(4.187,36)	1.961,27	7.933,01	13.739,32
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
DESCRIÇÃO DA CONTA (REAIS MIL)									
Receita Líquida de Serviços	7.336.504,32	7.483.234,41	7.632.899,10	7.785.557,08	7.941.268,22	8.100.093,58	8.262.095,46		
Custo de Serviços Vendidos	(6.089.298,59)	(6.211.084,56)	(6.335.306,25)	(6.462.012,37)	(6.591.252,62)	(6.723.077,67)	(6.857.539,23)		
Luoro Bruto	1.247.205,73	1.272.149,85	1.297.592,85	1.323.544,70	1.350.015,60	1.377.015,91	1.404.556,23		
Despesa/receitas Operacionais	-	-	-	-	-	-	-		
Luoro Operacional (antes da receita financeira)	1.247.205,73	1.272.149,85	1.297.592,85	1.323.544,70	1.350.015,60	1.377.015,91	1.404.556,23		
Receitas Financeiras	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00	48.000,00		
Despesas Financeiras	(945.775,34)	(898.486,57)	(853.562,24)	(810.884,13)	(770.339,92)	(731.822,93)	(695.231,78)		
Variações Monetárias obrigações e créditos	-	-	-	-	-	-	-		
Imposto sobre Receitas Financeiras e variações monetárias	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado de Participações	-	-	-	-	-	-	-		
Outras Receitas (despesas) Operacionais Líquidas	-	-	-	-	-	-	-		
Luoro Operacional	349.430,40	421.663,28	492.030,61	560.660,58	627.675,68	693.192,98	757.324,45		
Resultado Não Operacional	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)	(185.402,00)		
Luoro Antes do I.R. e CSSL	164.028,40	236.261,28	306.628,61	375.258,58	442.273,68	507.790,98	571.922,45		
Luoro/Prejuízo Líquido do Exercício	164.028,40	236.261,28	306.628,61	375.258,58	442.273,68	507.790,98	571.922,45		
Depreciação	62.360,29	63.607,49	64.879,64	66.177,24	67.500,78	68.850,80	70.227,81		
Investimento	(82.014,20)	(118.130,64)	(153.314,30)	(187.629,29)	(221.136,84)	(253.895,49)	(285.961,22)		
Necessidade de Capital de Giro	(11.000,00)	(11.000,00)	(11.000,00)	(11.000,00)	(11.000,00)	(11.000,00)	(11.000,00)		
Fluxo de caixa para a empresa	133.374,49	170.738,13	207.193,95	242.806,52	277.637,82	311.746,29	345.189,04		

Figura 8 – Descrição completa do fluxo para avaliação da VARIG até 2016

8. CONCLUSÕES

As conclusões preliminares que podem ser tiradas deste caso referem-se às características fundamentais do processo de avaliação de empresas. Avaliou-se a VARIG como uma companhia que possui problemas hoje, mas que tem uma perspectiva de negócio futuro bastante promissor – se a consideração for o valor da marca para os brasileiros. Vultosos investimentos devem ser feitos e ainda fica a dúvida se pelo custo de oportunidade, abrir uma nova companhia não seria menos custoso.

Em termos de valores a avaliação encontrada com critérios comedidos, mas otimistas em um mercado onde as turbulências são profundas e seus impactos devastadores, o valor encontrado de R\$ 249 milhões está muito próximo do valor de R\$ 275 milhões pago pelo grupo GOL ao final de 2007. Ressalte-se, porém, que em nosso fluxo de caixa, estipulamos despesas financeiras da ordem de R\$ 1,161 bilhões de reais e caso a companhia não apresentasse resultados financeiros satisfatórios esse custo recairia sobre a GOL, como de fato parece ter acontecido em 2007 e 2008.

Se levarmos em consideração o intangível marca, pode-se considerar que a GOL pagou cerca de R\$ 26 milhões pela marca VARIG, muito baixo se avaliarmos a marca independente, mas muito alto para uma empresa nessas condições.

Isto posto, este estudo pode ser aprofundado e detalhado de forma mais abrangente, com melhor categorização e planejamento das variáveis adotadas, o g – crescimento, a taxa de desconto, etc. E será este o objetivo no período de depuração do trabalho para as próximas etapas desta disciplina.

BIBLIOGRAFIA

- AAKER, David A. *Managing Brand Equity*. New York: Free Press, 1991.
- AMERICAN MARKETING ASSOCIATION. *Marketing definitions: A glossary of marketing terms*. Chicago: American Marketing Association, 1960.
- ASSESSORIA DE IMPRENSA GOL. Disponível em: www.voegol.com.br/ri
- AZEVEDO, Lúcia T. M. de. *Cenários prospectivos para o transporte aéreo regular no Brasil: o Caso das empresas aéreas de baixo custo*. Dissertação (Mestre em Ciências em Engenharia dos Transportes). Departamento de Pós-Graduação em Engenharia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2004.
- BCB – Banco Central do Brasil, *Relatórios de inflação*, acesso em 21/10/2008 e disponível em <http://www.bcb.gov.br/?SISMETAS>.
- COPELAND, T; KOLLER, T; MURRIN, J. *Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3 ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002
- DAMODARAN, A. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro, Qualitymark. 1997.
- DAMODARAN, A. *SpreadSheets* disponível em Damodaran on line <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> cálculo de betas, e custo de capital, acesso em 21/10/2008.
- DEPARTAMENTO DE AVIAÇÃO CIVIL, DAC, Estatística de Assentos Oferecidos por KM (ASK) – Setor e GOL de 2001 a 2005, Departamento de Aviação Civil, 2005.
- DUQUE, Paulo Flávio Massaro. *Business process outsourcing – Case: GOL Linhas Aéreas*. São Paulo: FIA, 2004.
- FRB – Sem medo de ousar. 2001. São Paulo, Prêmio: Prêmio.

GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES. *Relação com investidores*. <<http://www.voegol.com.br/>> Acesso em: maio e junho de 2008.

GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES. *Rumo ao Crescimento. Relatório Anual 2007*. Disponível em: <http://www.voegol.com.br/ri/> . Acesso em: 17 jun. 2008.

GOL Linhas Aéreas: expansão de linhas para o Chile e Peru. *Câmara Americana de Comércio*. 12 junho de 2006. Disponível em: <http://www.amcham.com.br/> . Acesso em 16 jun. 2008.

HOEFFLER, Steve; KELLER, Kevin L. *The marketing advantages of strong brands*. *Journal of Brand Management*, v. 10, n. 6, p. 421-455, Aug. 2003.

LOBELLO, Marino, *De homens e ideais: os cinquenta anos da Fundação Ruben Berta*. São Paulo, Ed. Prêmio Editorial, 1996.

MARTELANC, R. *Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

MARTINS, E. (org.) *Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Atlas, 2001.

O CASO Varig. *Revista Época Online*. ed. 428, 28 julho de 2006. Disponível em: <http://revistaepoca.globo.com/Revista/Epoca/0,,EDG74936-5856-428,00-O+CASO+VARIG.html> . Acesso em: 17 jun. 2008.

SOUZA, Carlos A. de. *Senso de oportunidade da empresa GOL Linhas Aéreas no mercado de aviação civil do Brasil*. Monografia (Diploma para exercício de função). Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina, 2006.

TAM encara sua crise de identidade. *Valor Econômico*. 03 maio de 2007. Disponível em: <http://www.newscomex.com.br> . Acesso em 14 jun. 2008.

TARSITANO, Paulo R.; NAVACINSK Simone D. G. *Marca: patrimônio das empresas e diferencial dos produtos*. *Comunicação & Sociedade*. São Bernardo do Campo: PósCom-Umesp, n .41, p. 55-72, 1º sem. 2004.