



#

#

#

#

#

#

#

#

#

#

#

#

#

**PROPOSTA DE REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA DA
VASP NO ÂMBITO DO PROCESSO DE
RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA COMPANHIA**

DEZEMBRO/2005

#

#

CONSIDERAÇÕES INICIAIS E RESSALVAS

#

Nos termos da Lei nº 11.101/05, também conhecida como “Nova Lei de Falências”, em 07 de outubro de 2005 teve início o processo de recuperação judicial da VASP – Viação Aérea São Paulo, o qual contempla a apresentação, em um prazo de sessenta dias, de um plano detalhado de recuperação econômica a ser apresentado e avaliado na Assembléia Geral de Credores.

A Tendências Consultoria Integrada (“Tendências”) e Wald Associados Advogados (“Wald”), doravante denominados “consultores”, foram contratados e deram início às atividades para elaborar o plano de recuperação econômica da VASP, cujos termos são objeto do presente trabalho. A VASP se encontra com todas suas atividades operacionais paralisadas há vários meses. Em face disso, e de várias outras circunstâncias, as informações econômico-financeiras disponíveis sobre a empresa são precárias. Existe enorme incerteza sobre valores de ativos e passivos. Adicionalmente, muitos desses ativos e passivos estão vinculados a contenciosos administrativos e judiciais, o que aumenta a incerteza sobre seu recebimento ou pagamento, valor e prazo.

Essas incertezas não puderam ser dirimidas durante o prazo de elaboração do Plano de Recuperação. Além disso, não faz parte do escopo dos trabalhos dos consultores a realização de auditoria, *due diligence* ou avaliação de ativos. Os consultores apenas levantaram um grande conjunto de informações, sem que fosse possível validar os dados ou resolver as contradições.

Assim, os consultores optaram por um plano flexível, que possa ser viabilizado mesmo em grande incerteza. O plano, caso se viabilize, deverá envolver, em seu início, justamente a realização de *due diligence* e um amplo processo de avaliação de ativos e passivos que possibilite a redução dessas incertezas.

Muitos dos passos propostos dependem de autorização de órgãos reguladores, como o Departamento de Aviação Civil e, especialmente, a Comissão de Valores Mobiliários. Os consultores não tiveram a possibilidade de consultar tais órgãos e, portanto, questões regulatórias que poderão surgir deverão ser dirimidas durante a implementação do plano de recuperação.

A situação jurídica peculiar da VASP, em que a administração não responde diretamente ao controlador, devido à intervenção em curso determinada pela Justiça do Trabalho, implica a necessidade de soluções acordadas para evitar o desrespeito ao objetivo da intervenção bem como ao direito constitucional de propriedade dos detentores das ações da companhia. Alguns elementos previstos inicialmente ou discutidos em meio ao processo de formulação do plano, como, por

exemplo, aspectos relativos à empresa operacional, tiveram de ser ajustados para preservar esses direitos.

Os números utilizados neste plano em relação ao passivo e ativo da VASP são meras estimativas, uma vez que não foi realizada auditoria, prevista para ser implementada em fase posterior do processo. Desta forma, os consultores não assumem responsabilidade sobre os dados que lhes foram fornecidos ou obtidos de fontes públicas. Esses números também não vinculam de nenhuma forma a VASP ou qualquer credor. Ressalte-se, que o plano pressupõe a reestruturação financeira das dívidas sujeitas à recuperação judicial e o pagamento por meio dos ativos contingentes das demais dívidas não sujeitas e que, com esse pagamento, todas as constrações e ônus eventualmente existentes serão liberados.

Na elaboração desse plano, os consultores contaram com o apoio da BWAC Administração e Consultoria Aérea, que elaborou o plano operacional e de Proença Chacur Advogados.

O plano ora apresentado é opinativo, constituindo-se a obrigação dos seus elaboradores em obrigação de meio.

#

#

ÍNDICE

#

CONSIDERAÇÕES INICIAIS E RESSALVAS	2
1. INTRODUÇÃO.....	5
2. CONSIDERAÇÕES GERAIS SOBRE A ESTRUTURA PROPOSTA	7
2.1 RESUMO DOS INDICADORES FINANCEIROS DA VASP	7
2.2 MOTIVAÇÃO PARA A ESCOLHA DO MODELO DE REESTRUTURAÇÃO PROPOSTO.....	12
2.3 O MODELO DE REESTRUTURAÇÃO PROPOSTO	13
3. A ESTRUTURA OPERACIONAL PROPOSTA.....	19
3.1 PRINCIPAIS PONTOS DA ESTRUTURA OPERACIONAL PROPOSTA	19
3.2 CENÁRIO SETORIAL DE BASE PARA PROPOSTA OPERACIONAL	22
3.2.1 MODELO DE ESTIMAÇÃO DA DEMANDA DE CARGA ÁREA NACIONAL.....	24
3.2.2 MODELO DE ESTIMAÇÃO DA DEMANDA INTERNA DE PASSAGEIROS	27
3.3 PRINCIPAIS PONTOS DA ESTRUTURA OPERACIONAL PROPOSTA	27
3.4 ANÁLISE CRÍTICA DA ESTRUTURA OPERACIONAL PROPOSTA	29
3.5 O FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL DA NOVA VASP	30
4. A ESTRUTURA NÃO OPERACIONAL PROPOSTA	33
4.1 ANÁLISE DOS ATIVOS DISPONÍVEIS	37
4.2 ANÁLISE DOS PASSIVOS	43
4.3 LISTA DOS PRINCIPAIS FUNDOS A SEREM CRIADOS	49
5. DETALHAMENTO DA REGRA DE SELEÇÃO DE FUNDOS PELOS CREDORES.	51
6. ASPECTOS GERAIS RELATIVOS À CONSTITUIÇÃO DE FUNDOS	56
6.1 CARACTERÍSTICAS GERAIS DOS FUNDOS A SEREM CONSTITUÍDOS	56
6.1.1 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs).....	57
6.1.2. Fundos de Investimento Imobiliário (FII).....	59
6.1.2. Fundos de Investimento em Participações (FIP)	60
6.2. A UTILIZAÇÃO DE FUNDO DE INVESTIMENTO NO ÂMBITO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA VASP	61
6.2.1. Ativos Imobiliários	61
6.2.2 Recebíveis (crédito de ICMS e outros)	62
6.2.3 Direitos creditórios potenciais.....	63
6.3. CONSIDERAÇÕES FINAIS	64
7. PROPOSTA DE CRONOGRAMA DE IMPLEMENTAÇÃO DA RECUPERAÇÃO..	65
8. SÍNTESE E CONCLUSÕES	66
ANEXO I – LISTA DOS BENS IMÓVEIS DA VASP	71
ANEXO II - CRÉDITOS FISCAIS DE ICMS DA VASP (VALORES EM REAIS).....	73

PROPOSTA DE REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA DA VASP NO ÂMBITO DO PROCESSO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA COMPANHIA

1. Introdução

Após setenta e um anos de existência, a VASP – Viação Aérea São Paulo – encerrou suas atividades operacionais em fevereiro de 2005, tendo sido decretada a intervenção na administração da empresa pela Justiça do Trabalho. Após a entrada em vigor da Lei nº 11.101/05 – também conhecida como “Nova Lei de Falências” – os interventores da VASP passaram a pleitear o enquadramento da empresa no regime de recuperação judicial, previsto nos artigos 47 e seguintes da mencionada lei.

Em 07 de outubro de 2005, foi deferido o processamento do pedido de recuperação judicial da VASP, o qual contempla a apresentação, em um prazo de sessenta dias, de um plano detalhado de recuperação econômica a ser apresentado e avaliado pela Assembléia Geral de Credores no bojo do processo de recuperação judicial. Como determina a lei, “*A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica*”.

Os consultores que ora subscrevem o presente plano foram contratados e deram início às atividades para elaborar o plano de recuperação econômica da VASP, cujos termos são objeto do presente trabalho. Na seqüência desta breve introdução, no segundo capítulo deste trabalho, serão apresentadas considerações gerais sobre a estrutura financeira proposta, as quais incluirão um resumo dos indicadores financeiros da VASP, assim como um sumário das condições que motivaram a escolha do modelo de reestruturação proposto.

O terceiro capítulo traz as linhas gerais da proposta de estrutura da empresa operacional de aviação civil oriunda do trabalho de consultoria especializada. Esta empresa deverá operar em regime “*low cost*”, com ativos e passivos reduzidos e atividade centrada em apenas seis aeronaves inicialmente. A íntegra do projeto de operação da VASP pós-plano de recuperação judicial consta de documento em separado, bem como a análise da viabilidade econômica do referido projeto de operação.

No quarto capítulo do presente trabalho, será apresentada a proposta de estruturação não operacional da VASP para pagamento dos credores da recuperação, a qual se baseará em uma análise pormenorizada dos ativos e passivos – existentes e contingentes da companhia. Evidentemente, esta análise foi empreendida a partir das informações não

auditadas pelos consultores e disponibilizadas pela VASP, sendo que seus resultados serão objeto de ajuste ao longo do tempo.

O quinto capítulo deste trabalho traz o detalhamento da regra de seleção, pelos credores da companhia, das cotas dos fundos a serem estruturados pela VASP. Este é o principal pilar do Plano de Recuperação proposto neste trabalho.

Uma vez que a estrutura proposta para o equacionamento dos passivos da VASP se baseia na constituição de fundos de diversas naturezas, o capítulo seis discorre sobre os aspectos gerais relativos à constituição de tais fundos, incluindo as pré-condições técnicas e as características gerais dos mesmos.

O capítulo sete deste trabalho inclui a proposta de um cronograma de implementação da reestruturação financeira da VASP dentro dos prazos estipulados para a recuperação judicial pela “Nova Lei de Falências”.

Finalmente, o capítulo oito traz as sínteses e conclusões da presente proposta de reestruturação financeira da VASP no âmbito do processo de recuperação judicial da companhia.

Este trabalho foi elaborado a partir de informações públicas, do “Estudo de viabilidade operacional da Nova Vasp”, elaborado pela empresa BWAC Administração e Consultoria Aérea, da orientação de Proença Chacur Advogados e de dados disponibilizados pela VASP – Viação Aérea São Paulo.

2. Considerações gerais sobre a estrutura proposta

Para que se desenvolvesse uma proposta de reestruturação financeira crível e sustentável em tempo hábil, foi condição *sine qua non* a análise dos ativos e passivos da VASP. Tal investigação evidenciou uma incerteza em relação aos montantes totais de ativos e passivos da companhia, tanto de curto, quanto de longo prazo¹.

A indefinição dos valores finais envolvidos e os prazos exíguos de implementação da recuperação judicial da companhia tornaram inevitável a elaboração de uma proposta de recuperação que fosse suficientemente flexível e que deslocasse a maior parte de suas iniciativas burocráticas e práticas de implementação para o momento posterior à aprovação do Plano de Recuperação pela Assembléia Geral de Credores da VASP. Estes pontos, assim como as linhas gerais da estrutura proposta pelos consultores, serão apresentados mais detalhadamente nas seções a seguir.

2.1 Resumo dos indicadores financeiros da VASP

A VASP - Viação Aérea São Paulo - foi fundada por um grupo de 72 empresários em 04 de Novembro de 1933 e iniciou sua operação com vôos de São Paulo para as cidades de São José do Rio Preto e Uberaba, em três frequências semanais.

No início da década de 1930, o governo do Estado de São Paulo, por meio do então interventor Armando Salles de Oliveira, se interessou pelos ativos da companhia, subscreveu ações e passou a deter 91,6% do capital da VASP – que se tornou, a partir de então, estatal.

Entre 1940 e 1980, a VASP apresentou um expressivo crescimento no mercado doméstico de aviação civil, chegando a atender 72 cidades em todo o país. Entretanto, no final da década de 1980, as dificuldades enfrentadas no mercado de aviação civil – decorrentes do aumento da competição e da elevação dos custos operacionais das companhias - evidenciaram as ineficiências e a fragilidade financeira da VASP. Neste cenário, em 01 de outubro de 1990, o controle acionário da companhia foi transferido para a iniciativa privada – mais especificamente para o Grupo Canhedo, de Brasília.

Nos anos seguintes, a empresa obteve autorização para operar em rotas internacionais – passando a realizar vôos para Seul (Coréia do Sul), Bruxelas (Bélgica) e para os Estados Unidos, em um primeiro momento – e ampliou sua atuação no transporte de cargas através da marca VASPEX. Entretanto, a estratégia de expansão internacional da VASP passou a enfrentar problemas na segunda metade da década passada, em virtude do já elevado endividamento da companhia, do modesto crescimento da demanda por assentos ao longo da década e das sucessivas crises econômicas que abalaram a

¹ As dificuldades derivadas da interrupção do acompanhamento de processos judiciais, a substituição de funcionários no departamento jurídico da VASP e o desligamento de um grande número de funcionários da companhia nos últimos doze meses exacerbaram a incerteza já inerente a ativos e passivos vinculados a disputas judiciais.

economia brasileira no período (incluindo uma crise cambial, em janeiro de 1999). Neste cenário, não restou alternativa à VASP senão retrair suas atividades, o que acabou levando a uma perda de mercado para a empresa entrante Gol Transportes Aéreos, para a TAM e para a VARIG em seus últimos quatro anos de operação.

Em 10 de março de 2005, o Juiz Lúcio Pereira de Souza, da 14ª Vara do Trabalho de São Paulo, concedeu liminar determinando a intervenção na VASP por 12 meses, atendendo ao pedido formulado na ação movida pelo Ministério Público do Trabalho de São Paulo, pelo Sindicato Nacional dos Aeroviários e pelo Sindicato Nacional dos Aeronautas.

Em 01 de julho de 2005, a Comissão Interventora da VASP, protocolou na 1ª Vara de Falências de São Paulo, pedido de aplicação à VASP do instrumento jurídico da recuperação judicial, no bojo da Lei nº 11.101/05 – também conhecida como “Nova Lei de Falências”.

Quando da suspensão das operações da VASP, em março de 2005, a condição econômico-financeira da companhia se encontrava bastante deteriorada, sendo que, ao longo de 2004, a empresa somente pôde operar por meio do pagamento antecipado de fornecedores (combustíveis) e do recolhimento antecipado de tarifas (Infraero).

O descasamento existente entre o fluxo de pagamentos e de recebíveis da companhia nos últimos quatro anos acabou por levar a uma deterioração gradual dos serviços (com atrasos e cancelamento de vôos) e da imagem da empresa, o que – como que em um círculo vicioso – levava a uma redução dos índices de ocupação de vôo da companhia e de sua geração de caixa.

Segundo os dados do balanço patrimonial da VASP de dezembro de 2004, os passivos totais da companhia montavam ao valor de R\$ 3,287 bilhões, enquanto que o patrimônio líquido da companhia se limitava a apenas R\$ 80,8 milhões. Já o Demonstrativo de Resultados da VASP relativo ao ano fiscal de 2004 registrou um prejuízo operacional da ordem de R\$ 520 milhões, assim como um lucro líquido negativo de R\$ 333 milhões.

Em junho de 2005, o balanço patrimonial da VASP – que já então estava com suas operações suspensas havia quatro meses – apontava para um passivo no valor de R\$ 3,305 bilhões e um patrimônio líquido de R\$ 97 mil. Segundo este demonstrativo contábil, os principais ativos da VASP em junho de 2005 eram equipamentos de vôo (R\$ 1,41 bilhão), créditos tributários (R\$ 826 milhões) e créditos junto a clientes (R\$ 727 milhões). Por outro lado, os principais passivos da VASP em junho de 2005 eram as dívidas de longo prazo junto a órgãos públicos (R\$ 954 milhões) e "Taxas, contribuições e tarifas" de longo prazo (R\$ 762 milhões) e de curto prazo (R\$ 413 milhões).

No primeiro semestre de 2005, o Demonstrativo de Resultados da VASP apresentou um prejuízo operacional e um lucro líquido negativo da ordem de R\$ 81 milhões em um

cenário em que a Receita Operacional Bruta da companhia não alcançou nem R\$ 11 milhões.

Segundo as notas explicativas dos demonstrativos contábeis referentes ao primeiro semestre de 2005, a VASP contava, em 30/06/2005, com trinta e uma aeronaves em sua frota, sendo trinta próprias e um Boeing 737-300 incorporado à frota na modalidade de "leasing" operacional. Segundo o balanço patrimonial da VASP, o valor contábil destas aeronaves - excluindo as peças sobressalentes - alcançava R\$ 1.266.483.000,00.²

Boeing 737-200	19
Boeing 737-300	4
Airbus A300 b2	3
Boeing 737-200 Cargo	2
Boeing 727-200 Cargo	3
TOTAL	31

Fonte: Demonstrativos Contábeis da VASP

Por sua vez, os créditos tributários - o segundo maior bloco de ativos da VASP - estavam divididos em (1) Imposto de Renda e Contribuição Social diferidos; (2) ICMS e (3) outros - conforme tabela abaixo.

Imposto de Renda e Contribuição Social - Diferidos	516.253.000
(-) Provisão para Imp. de Renda e Contribuição Social - Diferidos	(294.357.000)
ICMS	516.152.000
Outros	87.968.000
TOTAL	826.016.000

Fonte: Demonstrativos Contábeis da VASP

Finalmente, o terceiro maior ativo da VASP – a conta "Clientes", que totalizava R\$ 727 milhões em 30/06/2005 – não foi comentado com maior detalhe nas notas explicativas dos demonstrativos contábeis da companhia, o que dificulta uma análise mais precisa do grau de liquidez ou da qualidade desse ativo em um primeiro momento.

Pela ótica dos passivos, a conta mais elevada presente nos demonstrativos contábeis é a rubrica "órgãos públicos", a qual está associada às garantias concedidas pelo Banco do Brasil, Tesouro Nacional e Tesouro do Estado de São Paulo a credores internacionais.

O segundo maior passivo presente no balanço patrimonial da VASP é a conta "Taxas, contribuições e tarifas" de curto e longo prazo, a qual alcançava o valor de R\$ 1,175 bilhão nos últimos demonstrativos contábeis da companhia. Segundo as notas

² A diferença entre o valor atribuído aos equipamentos de voo (R\$ 1,41 bilhão) e à frota de aeronaves (R\$ 1,27 bilhão) é referente ao valor contábil de peças sobressalentes (R\$ 146 milhões).

explicativas, esta conta incluía passivos junto à Infraero, aos fundos de previdência complementar Aeros e Aerus, além de dívidas fiscais diversas (IRRF, Cofins, INSS, etc), conforme explicitado na tabela a seguir.

Composição da conta do passivo
"Taxas, contribuições e tarifas" em 30/06/2005 - R\$ mil

	Jun-05	2004	2003
FGTS	64.218	63.938	55.704
INSS	459.066	435.845	289.985
IRRF	66.478	64.601	30.898
Cofins	126.550	122.733	64.144
Aeros/Aerus/Infraero	355.291	340.681	465.789
Outras taxas	103.375	103.321	52.947
TOTAL	1.174.978	1.131.119	959.467

Fonte: Demonstrativos Contábeis da VASP

Segundo os demonstrativos contábeis da VASP, a dívida da empresa junto ao INSS alcançava R\$ 459 milhões em junho de 2005, enquanto que as dívidas relativas ao fundo de garantia por tempo de serviço (FGTS) totalizavam R\$ 64 milhões e as provisões para contingências fiscais, judiciais e trabalhistas alcançavam R\$ 58 milhões.

Dado o objetivo de elaborar uma proposta de Plano de Recuperação da VASP, os consultores empreenderam um esforço de checagem dos valores registrados dos ativos e dos passivos da VASP no balanço patrimonial de junho de 2005 a partir de dados fornecidos pela própria companhia. No entanto, os consultores não procederam à auditoria dos balanços apresentados e não assumem qualquer responsabilidade em relação a eles. Tanto o valor do ativo quanto do passivo constante do presente trabalho têm por base as informações e projeções disponibilizadas pela VASP. Apenas após a auditoria a ser realizada no decorrer do processo é que esses valores serão definidos com precisão para efeito da implementação do Plano de Recuperação.

Evidentemente, este é um trabalho que deve ser aprofundado através da realização de uma *due diligence* na companhia, uma vez que, com o término das operações da VASP e a redução significativa de seu quadro de funcionários no passado recente, houve uma interrupção parcial do acompanhamento dos processos judiciais pelos funcionários da empresa.

Como já mencionado, no capítulo 4.2. deste trabalho serão apresentadas as estimativas dos valores dos ativos e dos passivos da VASP obtidas com base em informações colhidas junto aos credores e à própria companhia aérea. Estas estimativas seguirão o princípio contábil do conservadorismo, o qual dita que “*entre conjuntos alternativos de avaliação para o patrimônio, igualmente válidos, segundo os Princípios Fundamentais,*

*a Contabilidade escolherá o que apresentar o menor valor atual para o ativo e o maior para as obrigações... ”.*³

³ Iudicibus, S., E. Martins e E. Gelbcke (2003), “Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações”.

2.2 Motivação para a escolha do modelo de reestruturação proposto

Atualmente, a VASP enfrenta, sem dúvida, a mais grave crise de sua história. Após a interrupção das atividades comerciais da companhia em fevereiro deste ano, a VASP não teve alternativa senão reduzir seu quadro de funcionários em 93% entre 2004 e 2005. Esta medida extrema gerou uma escassez de mão-de-obra habilitada a acompanhar os processos judiciais da VASP em andamento. Adicionalmente, a VASP perdeu boa parte de sua “memória” operacional no momento do desligamento de seus antigos funcionários, o que acabou por elevar as incertezas e os riscos associados ao “surgimento” de processos judiciais desconhecidos atualmente pela companhia. Por estes motivos, o passivo judicial contingente da VASP é atualmente incerto. Por outro lado, a companhia também dispõe de alguns ativos “incertos” de elevado valor - como a ação de "insuficiência tarifária", cuja probabilidade de decisão favorável à VASP justifica, por si só, a implementação de um Plano de Recuperação Judicial para a empresa.

Este mesmo processo de recuperação judicial está associado, por sua vez, a uma série de normas legais e prazos de execução que tornam prementes todas as iniciativas. Mais precisamente, segundo a "Nova Lei de Falências", os diretores interventores dispuseram de apenas sessenta dias para apresentar uma proposta economicamente estruturada de recuperação judicial da companhia.

O Plano de Recuperação deve contemplar regras específicas, como o pagamento dos passivos trabalhistas de qualquer valor em um prazo máximo de doze meses e de créditos de natureza estritamente salarial - limitados a cinco salários mínimos - vencidos nos três meses anteriores ao pedido de recuperação judicial no prazo máximo de trinta dias.⁴

Regras desta natureza buscam proteger os interesses difusos e as falhas de coordenação inerentes às relações trabalhistas, quando comparada a outros tipos de credores e de agentes econômicos. Ademais, a assimetria de informação normalmente torna mais dramática as conseqüências das falhas de coordenação entre os credores trabalhistas. Neste cenário, a "Nova Lei de Falências" busca resguardar de alguma maneira a classe de credores trabalhistas (que têm a receber valores até 150 salários mínimos) frente aos outros grupos de credores.

Desta forma, um plano de recuperação econômica de acordo com o "espírito" da "Nova Lei de Falências" deve ser transparente e ter regras simples para evitar assimetria de informações que prejudique um determinado grupo de credores.

4 Art. 54. O plano de recuperação judicial não poderá prever prazo superior a 1 (um) ano para pagamento dos créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho vencidos até a data do pedido de recuperação judicial.

Parágrafo único. O plano não poderá, ainda, prever prazo superior a 30 (trinta) dias para o pagamento, até o limite de 5 (cinco) salários-mínimos por trabalhador, dos créditos de natureza estritamente salarial vencidos nos 3 (três) meses anteriores ao pedido de recuperação judicial.

Se por um lado os antigos trabalhadores da VASP devem ser contemplados pelo Plano de Recuperação de um modo compatível como são na "Nova Lei de Falências", por outro, este plano deve garantir de uma forma responsável e economicamente equilibrada o retorno dos atuais trabalhadores da VASP ao trabalho. A retomada pela companhia de suas atividades não possui apenas uma importância psicológica, mas está diretamente associado ao sucesso do processo de negociação e de aprovação do Plano de Recuperação Judicial da VASP, assim como garantirá a manutenção dos empregos na companhia e a retomada de contratações em um segundo momento - conforme será apresentado no capítulo 3.1. deste trabalho, onde será descrito o Plano de Recuperação operacional da empresa, que será detalhado no documento da consultoria BWAC e na análise de viabilidade econômica do plano por ela apresentado.

Fica claro, portanto, que o Plano de Recuperação Econômica desenvolvido no bojo do processo de recuperação judicial da VASP deve:

- (1) ser suficientemente flexível para se ajustar a flutuações nos valores estimados dos ativos e passivos da companhia posteriormente à Assembléia Geral de Credores, dada a incerteza inerente aos valores envolvidos;
- (2) concentrar a maior parte das iniciativas operacionais de sua implementação (como auditorias, reavaliações dos ativos imobilizados etc) para um momento posterior à sua apresentação à Assembléia Geral de Credores, em virtude do caráter exíguo dos prazos judiciais;
- (3) ser suficientemente simples para que todos os credores da empresa possam compreender a regra proposta, de modo a evitar assimetria de informação entre os diversos grupos de credores⁵; e
- (4) garantir uma condição financeira que possibilite um reinício razoavelmente rápido das atividades da VASP, fato este de significativa importância para o bom andamento da negociação junto ao grupo de credores da companhia e para a aprovação do Plano de Recuperação durante a Assembléia Geral de Credores.

2.3 O modelo de reestruturação proposto

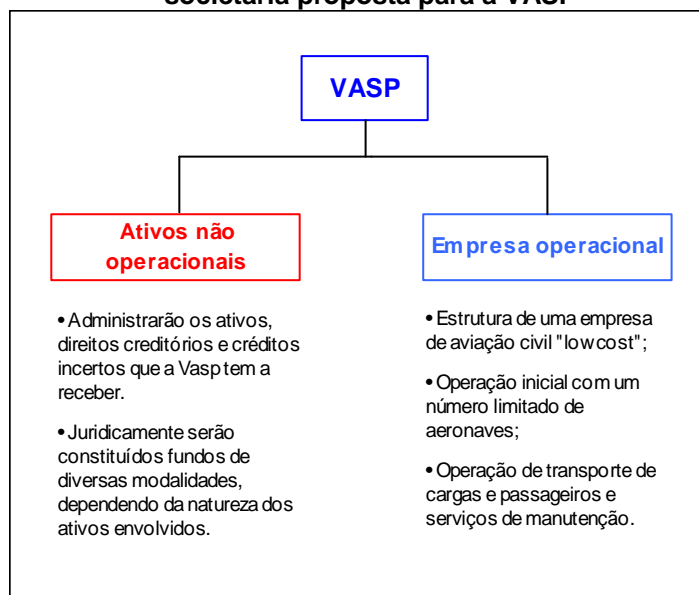
Dados os critérios norteadores apresentados na seção anterior, os consultores desenvolveram um plano de recuperação sustentável do ponto de vista econômico-financeiro.

A estrutura proposta pelos consultores se divide em dois pilares principais: o segmento operacional e o não operacional. O resultado contemplado pelo Plano de Recuperação para o momento posterior à sua implementação é a quitação de todos os passivos da VASP atualmente existentes (excluindo os passivos fiscais e previdenciários) e a

⁵ Ou seja, que os credores com um melhor nível de informação sobre o funcionamento do setor de aviação comercial (como os antigos fornecedores da VASP) pudessem se beneficiar frente a outros grupos de credores com características mais difusas, como os trabalhadores aeroviários ou aeronautas.

retomada da operação, a qual deverá ter uma estrutura economicamente “enxuta” e atuar como uma companhia aérea “low cost” – nos moldes da Gol Linhas Aéreas.

Segmentação principal da estrutura societária proposta para a VASP



Fonte: Tendências Consultoria Integrada

Esta empresa operacional deverá ser constituída com base no arrendamento dos ativos essenciais à sua operação. Será constituído um fundo que administrará os ativos operacionais da VASP e os arrendará para a empresa com um período de carência para o início das operações e um contrato de arrendamento de três anos em condições de mercado. A VASP operacional continuará proprietária de todos os bens intangíveis ligados à sua operação.

Em princípio, o controle da nova empresa operacional não será utilizado para quitar os passivos atuais da VASP. Vale destacar, ainda, que a alienação de controle da VASP operacional, em razão dos princípios jurídicos que norteiam o direito fundamental da propriedade privada, somente poderá ocorrer mediante a anuência dos proprietários das ações.

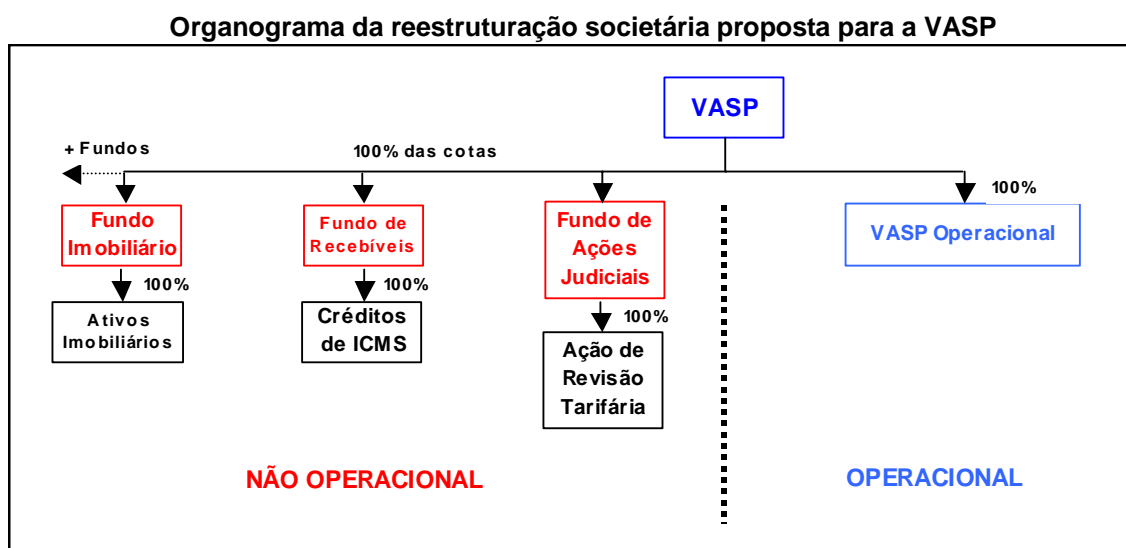
A estrutura não operacional do Plano de Recuperação proposto pelos consultores se baseia na constituição de fundos – fechados ou abertos, dependendo da natureza dos ativos específicos que irão compor cada um dos fundos a serem constituídos – compostos por ativos com diferentes graus de liquidez, níveis de risco e prazos de carência.

Estes fundos serão estruturados por empresas especializadas – instituições financeiras – e deverão possuir administração profissionalizada, segundo as regras determinadas pela

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)⁶. Desta forma, **os valores dos ativos a serem utilizados na estruturação dos fundos serão definidos de forma precisa por meio da realização de uma *due diligence*, de uma auditoria contábil e patrimonial e de uma reavaliação dos ativos da VASP**, de modo a refletir seu valor econômico de mercado.

Em virtude dos seus elevados custos de implementação, estes procedimentos de reavaliação, como ficará claro mais à frente, somente serão realizados caso o Plano de Recuperação da VASP for aprovado pela Assembléia Geral de Credores, uma vez que a estruturação dos fundos somente faria sentido neste cenário.

Em linhas gerais, o plano operacional proposto pelos consultores aos membros da Diretoria de Intervenção da VASP e aos representantes sindicais dos aeronautas e aeroviários ao longo dos últimos trinta dias é resumido no organograma abaixo:



Fonte: Tendências Consultoria Integrada

Segundo esta proposta, os ativos operacionais estritamente necessários à operação de uma empresa pequena – com uma frota inicial de seis aeronaves – serão arrendados para a VASP Operacional.

Do ponto de vista operacional, os consultores concluíram – após a análise crítica do estudo elaborado pela empresa de consultoria técnica em aviação **BWAC Administração e Consultoria Aérea** – que o modelo de crescimento gradual de uma empresa de aviação civil com uma estrutura “low cost” é economicamente viável do ponto de vista estritamente operacional. Como será apresentado no próximo capítulo, partindo de um cenário em que a VASP terá que disputar mercado com a TAM, GOL e VARIG domesticamente, a demanda em expansão deverá garantir uma boa

⁶ As regras específicas existentes para a constituição de fundos de investimento da natureza dos propostos neste trabalho serão discutidas em detalhe na seção 5.1.

rentabilidade para uma empresa operacional com um passivo reduzido e patrimônio líquido positivo.

Para tal serão criados fundos não operacionais de diversas naturezas – fechados ou abertos, dependendo da natureza dos ativos que os compõem – tais como (1) um fundo imobiliário, composto de ativos imobiliários da companhia; (2) fundo de recebíveis, a ser constituído a partir dos créditos de ICMS que a VASP possui e vem negociando parcialmente no mercado e (3) fundos derivados de ativos oriundos de ações judiciais, que deverão conter, individualmente, diferentes ativos em disputa judicial, tal como a ação em disputa junto ao poder concedente de “insuficiência tarifária”, para citar apenas alguns exemplos. E também um fundo composto dos ativos operacionais que serão parcialmente arrendados para a VASP – o qual incluirá aeronaves, equipamentos terrestres, ferramentas, etc – e parcialmente desinvestidos ou arrendados para terceiros.

Nesta estrutura, deverá ser constituída uma quantidade de fundos não operacionais compatível com o número de ativos existentes ou prováveis (que poderão se tornar ativos em decorrência de resultados de disputas judiciais em andamento).

No presente momento, existem algumas estimativas iniciais do volume de recursos disponível para compor estes fundos. Entretanto, o valor efetivo dos recursos a serem disponibilizados nestes fundos não operacionais somente será determinado de modo preciso após a realização de uma *due diligence* (que determinará o valor provável e atualizado das disputas judiciais em que a VASP é autora dos processos), de uma reavaliação dos ativos (que determinará o valor econômico dos imóveis que constituirão o fundo imobiliário) e de uma auditoria patrimonial (que avaliará os ativos totais da companhia, como equipamentos, maquinário etc, os quais poderão ser vendidos ou alugados com o objetivo de gerar recursos para o pagamento de dívidas).

Em um primeiro momento, a totalidade das cotas dos diversos fundos que serão constituídos, em caso de aprovação do plano pela Assembléia Geral de Credores, pertencerá à VASP, a qual, em um segundo momento, passará a trocar cotas dos diversos fundos por passivos em aberto da VASP junto a seus credores. Desta forma, os passivos da VASP serão liquidados por meio da troca de dívida por cotas de fundos, de acordo com as regras apresentadas no capítulo 4 deste trabalho.

Segundo o plano proposto, os credores da VASP habilitados a participar da Assembléia Geral de Credores – em consonância com a Lei 11.101/05 – se defrontarão com um menu de fundos com diferentes características, graus de liquidez, níveis de risco etc. Uma vez defrontados com este menu de escolhas, **os credores poderão arrematar cotas dos diferentes fundos** utilizando seus créditos contra a VASP nas proporções que julgarem mais adequadas. Evidentemente, estas proporções variarão de acordo com critérios econômicos individuais, tais como diferentes preferências por liquidez, níveis de aversão ao risco etc.

Para cada grupo de credores – trabalhistas, quirografários ou portadores de garantias reais – serão oferecidos diferentes limites para a aquisição de fundos de diferentes naturezas.

Segundo esta proposta de reestruturação, os credores não serão defrontados *a priori* com o percentual de um eventual deságio no valor de seus créditos na Assembléia Geral de Credores. O eventual deságio sobre seus créditos contra a VASP será determinado endogenamente, a partir da comparação entre (1) a demanda pelas cotas de um determinado fundo, em valor; (2) o tamanho do fundo quando de sua constituição.

Desta forma, se um grande número de credores optar por um único fundo (um fundo com maior liquidez imediata, por exemplo), o deságio a ser arcado por cada um destes agentes para o valor de seus créditos contra a VASP será significativo. Por outro lado, o deságio resultante em um fundo que tiver uma menor demanda por suas cotas será menor – podendo até mesmo ser nulo.

A grande vantagem desta proposta de modelagem é que as preferências dos credores determinarão o eventual percentual de deságio de seus créditos e que o valor do passivo total da empresa devedora (VASP) não precisa ser determinado anteriormente à aprovação do Plano de Recuperação pela Assembléia Geral de Credores. Desta forma, o plano proposto abre a possibilidade de os credores escolherem os ativos que pretendem receber – dadas as alternativas disponíveis. Esta alternativa é certamente mais benéfica em confronto com a decretação da falência, já que, nesta eventualidade, os credores deverão disputar os ativos de acordo com a seqüência de preferência prevista na “Nova Lei de Falências”.

Adicionalmente, dado que os ativos e passivos da VASP são incertos, conforme já mencionado, a estruturação de um plano flexível é a única alternativa para que a recuperação judicial da empresa possa ter continuidade, já que não há tempo hábil para que uma *due diligence* possa ser realizada até a reunião da Assembléia Geral de Credores. Esta impossibilidade dificulta a determinação precisa e com um mínimo de credibilidade do percentual de um eventual deságio dos créditos contra a VASP.

Em termos práticos, o seguinte cronograma deverá ser seguido durante a reestruturação econômica da VASP no bojo do seu processo de recuperação judicial:

- Apresentação do Plano de Recuperação, com a regra de participação de cada uma das classes de credores em cada um dos fundos a serem criados;
- Aprovação do Plano de Recuperação proposto;
- Contratação de serviços de auditoria patrimonial e financeira e de serviços de reavaliação de ativos pela VASP;
- Contratação de instituições financeiras para a constituição dos fundos junto à CVM a partir dos resultados da *due diligence* dos ativos realizada na VASP;



- Seleção dos percentuais dos fundos que foram oferecidos ao conjunto dos credores⁷;
- Constituição dos fundos e determinação “automática” do eventual percentual de deságio dos créditos;
- Arrematação pelos credores da VASP, das cotas dos fundos constituídos pelos débitos até então em aberto, junto às classes de credores contempladas pela Lei 11.101/05 – credores trabalhistas, quirografários e portadores de garantias reais.

Uma vez arrematadas as cotas dos fundos constituídos a partir dos ativos da VASP, os administradores dos fundos passarão a ter autonomia na gestão dos mesmos e as cotas poderão ser negociadas no mercado secundário de acordo com as regras estipuladas em seus Estatutos e pela CVM.

Desta forma, **os controladores atuais da VASP não terão qualquer poder de administração sobre os fundos constituídos** para efeito do pagamento do passivo atual da companhia e a gestão dos diversos fundos dependerá do andamento das ações judiciais (no caso dos fundos criados sobre créditos desta natureza) e dos critérios estipulados pelos cotistas dos outros fundos em seus respectivos estatutos, os quais deverão ser seguidos por seus administradores profissionais, sob risco de afastamento por gestão ineficiente.

⁷ Neste momento, os credores terão uma estimativa mais precisa dos valores dos ativos que constituirão os fundos já que a *due diligence* para a mensuração precisa dos valores envolvidos já terá sido realizada.

3. A estrutura operacional proposta

3.1 Principais pontos da estrutura operacional proposta

A estrutura operacional para a retomada das atividades da VASP consiste no modelo apresentado pela consultoria BWAC para a VASP, em documento apartado.

A seguir procederemos a uma breve explanação do modelo sugerido e da análise de sua viabilidade econômica.

A retomada operacional da companhia depende de uma completa revisão do perfil da empresa, de suas dimensões e critérios de governança. Esta revisão se faz necessária (i) à luz das novas condições de mercado no setor de aviação; (ii) à luz das fortes restrições de caixa com que se defronta a empresa; e (iii) à luz da necessidade de honrar ao máximo os compromissos assumidos pela companhia (como se verá adiante).

O mercado de aviação é hoje muito distinto do cenário com que a VASP se defrontava no passado, seja no período estatal, seja já pós-privatização. Novos competidores e menos regras, de um lado, e redução drástica da inflação, de outro, traçaram um novo cenário para o setor, no qual a busca de eficiência prevalece. Nessas condições, as flutuações de mercado e a dinâmica concorrencial passam a ter um papel central na definição da estratégia, já que podem decretar a viabilidade ou não da operação. **Não se faz mais necessário a constituição de empresas aéreas com grandes imobilizados**, com elevados comprometimentos de receitas ou estruturas de grandes empresas. A proposta operacional para lidar com as novas condições de mercado pressupõe uma empresa enxuta e muito líquida vis a vis seu patrimônio.

Essa necessidade de caixa esbarra no principal problema da companhia hoje, qual seja, a dificuldade de dar liquidez imediata aos ativos. Ao longo dos últimos anos de operação, a VASP manteve-se operando basicamente através da liquidação de ativos mais líquidos. Esse processo praticamente esgotou a capacidade de geração de caixa da empresa e as soluções para viabilizar a retomada operacional sustentam-se (i) na aprovação do próprio plano – o que permitiria disponibilizar alguns ativos; e (ii) em parcela dos recebíveis já comprometidos relativos a créditos de ICMS aos quais a VASP tem direito cedidos a terceiros.

Todavia, esses recursos são necessários tanto para a viabilização da companhia quanto para a quitação dos débitos da empresa. Estruturar o plano operacional sob essa estrutura de financiamento de forma irrestrita criaria um conflito entre credores e a empresa operacional por recursos que certamente inviabilizaria a retomada da empresa.

A esses recursos, somem-se os valores necessários para implementação do presente plano, que em primeiras estimativas, alcançam valores bastante razoáveis.

A decisão tomada pela consultoria especializada contratada para a elaboração do plano operacional – BWAC – e considerada adequada pelos consultores foi partir de uma

estrutura inicial pequena (6 aviões), mas de porte suficiente para viabilizar uma operação de baixo custo e com múltiplas linhas saudáveis financeiramente. De um lado, a própria dinâmica concorrencial do setor não permitiria à VASP nascer competitiva com um porte inferior a esse e, de outro, esses valores poderiam ser financiados por recursos levantados ao longo do processo de implementação do plano sem que isto gerasse um conflito futuro com os credores. Note-se que, se a empresa for bem sucedida nessa empreitada, seu valor de mercado será seguramente maior que o valor dos recursos injetados, maximizando o valor financeiro da companhia.

O Plano de Recuperação prevê, como adiante será explanado, que parte dos fundos não operacionais será dedicada ao pagamento de credores não sujeitos à recuperação judicial, reduzindo a possibilidade de que essas dívidas sejam cobradas da VASP operacional. Mais que isso, para dar maior credibilidade e viabilidade futura de um empréstimo ponte ou outra forma de financiamento, **a VASP operacional será dotada de uma administração profissional independente do controlador e instrumentos de governança corporativa eficientes que assegurem esta autonomia.**

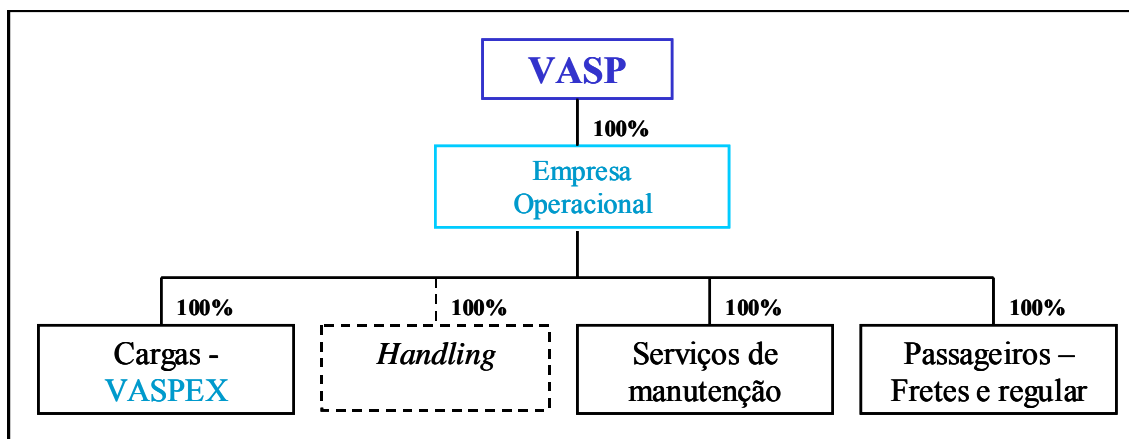
Para viabilizar sua operação, a empresa operacional deverá arrendar dos fundos constituídos com os ativos operacionais da VASP os ativos necessários ao desempenho de sua atividade – prédios, equipamentos e as três aeronaves que contempladas para o transporte de carga no início da operação.

Nessas condições, caberá à diretoria da empresa decidir e informar para o juízo da recuperação quais ativos lhe interessarão para a retomada da operação da empresa.

Ex ante, tem-se como importante para viabilizar a empresa que os seguintes bens sejam disponibilizados para arrendamento: (i) três aviões cargueiros (duas aeronaves 737-200 e uma unidade 737-300) à escolha da direção; (ii) os ativos de manutenção (incluindo as oficinas localizadas na área do aeroporto de Congonhas); (iii) os equipamentos de *handling* e treinamento; e (iv) os terrenos e instalações de manutenção disponíveis em Guarulhos. Todas as demais áreas e equipamentos que compõem os ativos da empresa atualmente, a princípio, integrarão ou (i) o fundo imobiliário a ser criado; ou (ii) o fundo de desinvestimento operacional – no caso de equipamentos e manutenção – conforme o princípio geral do plano de que todos os ativos estarão, via de regra, à disposição dos credores.

A empresa será constituída de modo a operar horizontalmente – cada unidade atuando como um ente independente e tendo as demais empresas/divisões como mais um cliente, sem privilégios financeiros decorrentes dessa relação. A decisão sobre cada atividade a ser constituída e o objeto social da atividade será tomada de modo a permitir a viabilidade da operação sob os princípios operacionais abaixo estabelecidos, respeitada a legislação trabalhista e as obrigações assumidas perante o Ministério Público do Trabalho.

Essas empresas poderão buscar sócios, a critério dos administradores se isso se mostrar economicamente eficiente.



Operacionalmente, a empresa deverá ter como princípios:

- Uma estrutura horizontal de atuação em que será perseguida uma estratégia de *low cost-low fare* com foco inicial na geração de caixa;
- Uma operação aérea baseada no princípio de *hub airport*, que permita maximizar rotas e reduzir custos de operação;
- Uma estrutura enxuta, que busque ser referência de baixo custo, como forma de arcar com contingências excepcionais (como uma guerra de preços, por exemplo); e
- Foco na geração de caixa no curto prazo e na rentabilidade operacional no longo prazo.

A estrutura horizontal será constituída contando com três empresas (divisões): (i) cargas; (ii) engenharia e manutenção; e (iii) transporte de passageiros. Os serviços que compreendem *handling* e serviços de aeroporto e treinamento de pessoal poderiam ser implementados pelos administradores se a avaliação mostrar a conveniência da operação e recursos estiverem disponíveis para tal fim. Contudo, o plano não prevê recursos para viabilizar a retomada imediata dessas atividades.

Note-se que a reconstituição da empresa após a paralisação que antecedeu a operação não é uma tarefa nada fácil. Recursos humanos, físicos e as restrições acima mencionadas são pontos importantes a serem considerados no cronograma de implementação do plano. Não há recursos financeiros e humanos para atacar todas essas frentes simultaneamente e a fragilidade do plano operacional reside precisamente nessa questão.

Para efeitos de análise da viabilidade, acertou-se com os consultores que elaboraram o plano operacional uma estrutura na forma de módulos. O cálculo do fluxo de caixa operacional abaixo especificado contempla essa estrutura mínima e um financiamento para tanto.

O papel dos consultores nesse caso é avaliar o plano operacional e sua viabilidade econômica. Nesse sentido, não entraremos em detalhes operacionais. Centrará-se a avaliação das possibilidades do mercado para a entrada de uma nova empresa (seção 3.2), e na observância dos princípios acima discutidos (seção 3.3). Por fim, na seção 3.4, apresenta-se o fluxo de caixa operacional e o comprometimento do plano com esse financiamento.

3.2 Cenário setorial de base para proposta operacional

Toda a estratégia de retorno das operações desta tradicional companhia aérea está baseada no bom momento por que passa a aviação civil no País, resultante de uma “reestruturação” pela qual vem passando o setor. O resultado deste processo, no primeiro momento, que contou com ajuste da oferta de vôos, ao que logo se aliou o melhor desempenho da economia nacional, tem sido a melhora da performance operacional do setor como um todo, uma vez que houve maior adequação da oferta e crescimento da demanda. Com isso, nota-se, evidentemente, o aumento nas taxas de aproveitamento, indicador particularmente importante para esta indústria devido ao elevado valor de seus ativos operacionais, dependentes, portanto, de uso intensivo para obtenção de retorno.

Claramente, ao longo de 2003, o melhor desempenho em termos de taxa de aproveitamento foi fruto de uma redução na oferta (de 9,6% sobre 2002) superior àquela ocorrida na demanda (de 4,1%), uma vez que ainda não estava instalado o cenário econômico favorável, que impulsiona a procura por assentos em vôos.

Em 2004, no entanto, o que se verificou foi que o acréscimo de 4,7% na oferta total de assentos ofertados pela indústria nacional de aviação civil foi acompanhado de uma alta ainda maior na demanda, de 9,7% sobre o ano anterior, resultando em um aproveitamento médio anual de 69% – bastante próximo à taxa que é considerada de equilíbrio para o setor, de 70%.

Já neste ano de 2005, os dados últimos divulgados pelo Departamento de Aviação Civil (DAC) também apontaram para a continuidade da expansão deste setor no País em outubro, tanto em termos de oferta quanto de demanda. Na comparação com igual mês de 2004, o crescimento foi de 11,2% na oferta e de 13,6% na demanda por assentos nos aviões. Para o acumulado de janeiro até outubro, os números são, respectivamente, 7,9% e 12,2% maiores que os do mesmo período do ano passado. A se destacar que este desempenho segue a forte expansão verificada em 2004, quando a demanda doméstica setorial, representada pelos passageiros tarifados por km voado, teve crescimento de 12,0%, e a demanda internacional, de 7,1%.

A ampliação da oferta foi resultado de um aumento de 6,8% no número de assentos por quilômetro nos vôos nacionais, enquanto os internacionais ficaram praticamente estáveis, com variação de apenas 0,7%. Assim como ocorreu em setembro, o

aproveitamento dos vôos ficou em patamar elevado, uma vez que a demanda cresceu mais que proporcionalmente que a oferta. Os vôos domésticos tiveram demanda 7,6% superior, ao passo que os internacionais expandiram-se em 3,7%, ambos em relação a outubro de 2004.

Estes números relativos a 2004 e 2005 evidenciam que o momento de “aperto” pelo lado da oferta de assentos já estaria superado, dando lugar a uma nova realidade onde a demanda consegue dar conta de expansões na oferta.

As preocupações, todavia, residem na evolução dos custos setoriais, extremamente atrelados ao preço do combustível e a itens dependentes de valorização em dólar. Enquanto persistem pressões negativas sobre o primeiro, devido não somente à elevação ocorrida nos preços internacionais do petróleo, mas principalmente devido à volatilidade deste mercado, a outra parcela tem sido favorecida pela valorização da moeda nacional frente ao dólar.

Pelos dados de mercado, em outubro de 2005, os custos do setor tiveram acréscimo de 9,0% frente a setembro e de 13,5% relativamente a outubro do ano passado, devido, principalmente, à alta do preço do querosene de aviação (QAV), que atingiu R\$ 1,653 por litro na última semana do mês – elevação de 53% no ano.

Necessário destacar que esta contínua elevação no custo setorial tem maior impacto sobre o transporte de cargas, cujos dados não permitem uma avaliação tão detalhada quanto a do transporte de passageiros, por não serem disponibilizadas nos relatórios mensais do DAC.

Todavia, a análise do mercado internacional de carga, no primeiro semestre deste ano, permite que se faça um paralelo com o mercado doméstico, sobre o qual se tem o conhecimento da importância do transporte de cargas por rodovias, que muitas vezes substitui, com vantagens, o transporte aéreo.

A análise deste segmento específico é bastante prejudicada pela impossibilidade de comparação entre os custos destes transportes substitutos, devido a inexistência de dados disponíveis para construção de uma série histórica.

Assim é que os indicadores do relatório semestral da International Air Transport Association (IATA) relativos ao desempenho do transporte aéreo civil entre janeiro e junho passados, revelam uma elevação de 8,8% no tráfego internacional de passageiros e de 3,4% no de carga.

Apesar de os dois dados serem positivos, a alta de apenas 3,4% do transporte de carga ficou muito aquém da expectativa existente no final de 2004, além do fato de ter ficado muito abaixo do desempenho registrado no mesmo período daquele ano, quando a expansão foi de 13,2%. Houve dois meses, fevereiro e maio, em que esta comparação mostrou resultados negativos e a razão da desaceleração no crescimento deste tipo de transporte está provavelmente atrelada à volatilidade e ao elevado patamar dos preços

do petróleo, que pode conferir maior competitividade a outros tipos de transporte de carga.

Devido à suscetibilidade deste setor a variações de datas e feriados, podem ser citados como elementos que podem amenizar estes resultados mensais negativos o fato de que fevereiro deste ano teve 28 dias, frente a 29 no mesmo mês de 2004, e a questão de o Ano Novo Chinês ter caído em fevereiro, quando no ano passado foi em janeiro.

Este número referente ao transporte de carga é particularmente relevante, uma vez que se trata de importante indicador antecedente da atividade econômica global, pois cerca de 40% dos bens transacionados internacionalmente (medidos em valor) são transportados por via aérea.

A região que registrou pior desempenho foi a América Latina, com decréscimo de 2,9% na quantidade transportada. Todavia, a boa performance das economias latino-americanas neste ano permite que se trabalhe efetivamente com a hipótese de substituição de tipo de transporte, tendo em vista que este conjunto de países vem registrando recordes históricos de comércio internacional. Sob a liderança do México, com exportações de US\$ 100,57 bilhões, a América Latina aumentou em 27,3% as vendas a outras partes do mundo na primeira metade deste ano em relação ao primeiro semestre (US\$ 253 bilhões), ao passo que as importações tiveram incremento de 19% (US\$ 196 bilhões).

3.2.1 Modelo de estimação da demanda de carga área nacional.

Tendo em vista o exposto acima e assumindo o cenário macroeconômico projetado pelos consultores, procedeu-se ao início de um estudo visando a elaboração de potencial de demanda futura para o setor de transporte de carga aérea no Brasil. Optou-se por iniciar as projeções pelo mercado de carga por se acreditar ser esta a proposta com maior chance de implementação no curtíssimo prazo.

O objetivo do trabalho foi estimar um modelo de demanda para o mercado de transporte aéreo de cargas de janeiro de 1997 a dezembro de 2004, e projetar a demanda mensal do setor até dezembro de 2008. Entre as variáveis testadas, o preço do querosene de aviação (enquanto *proxy* de preço do frete aéreo) e a produção industrial se mostraram como as de melhor poder explicativo.

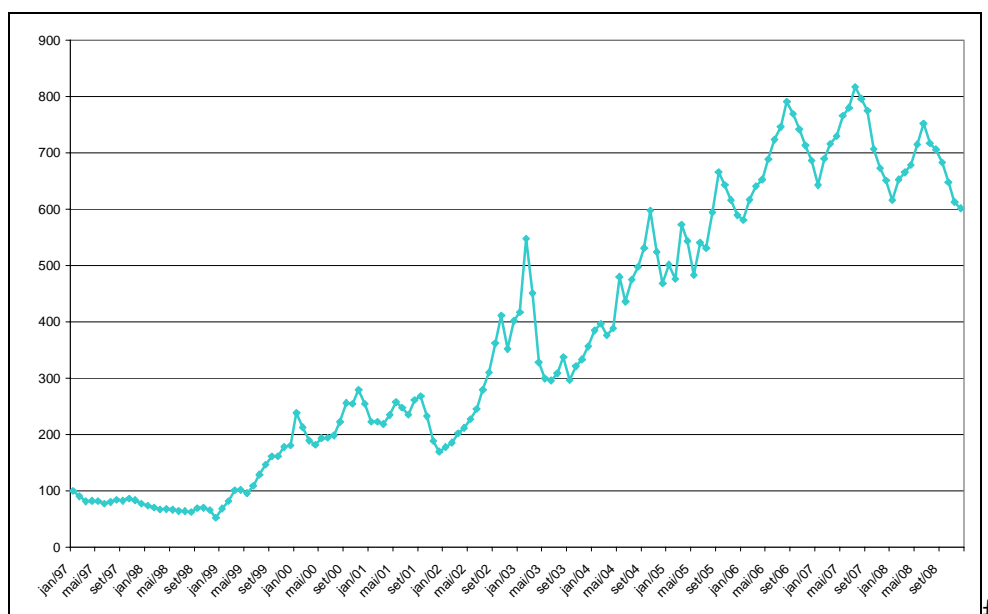
Como a série mensal de preço de carga da tonelada quilometro (R\$/tKm) tem dados apenas até dezembro de 2002, optamos por utilizar o preço do querosene na estimação da demanda. A série de preço do querosene tem dados efetivos até outubro de 2005 e projetado até dezembro de 2008 pela variação do petróleo. Essa opção se justifica pela alta correlação do preço do querosene e do transporte aéreo de carga.

Como esperado, a demanda é negativamente correlacionada com o preço do querosene. A elasticidade-preço da demanda é de 7,4, indicando que, a cada ponto de variação percentual no preço a demanda sofre uma retração de 7,4%.

A produção industrial é positivamente correlacionada com a demanda por transporte aéreo de cargas, assim como a demanda do período anterior tem grande impacto na demanda corrente.

Os resultados do modelo são os apresentados nos quadros e gráficos a seguir e justificam uma visão otimista em relação ao retorno operacional da companhia em questão.

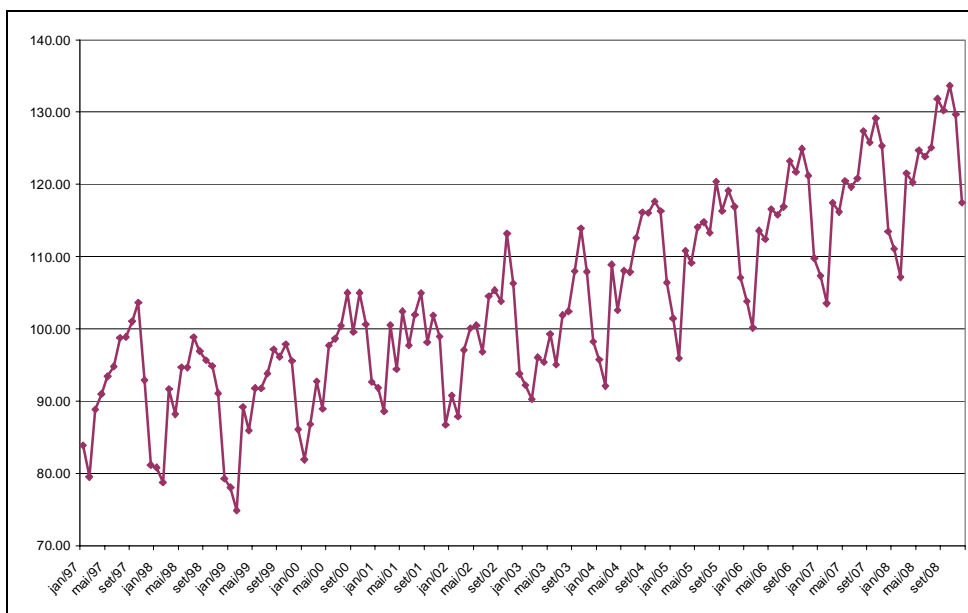
Variação percentual anual projetada do Preço do Querosene



Projeção de Querosene						
2003	2004	2005	2006	2007	2008	Média
27.53%	29.47%	21.64%	23.57%	4.68%	-7.95%	13.40% ##



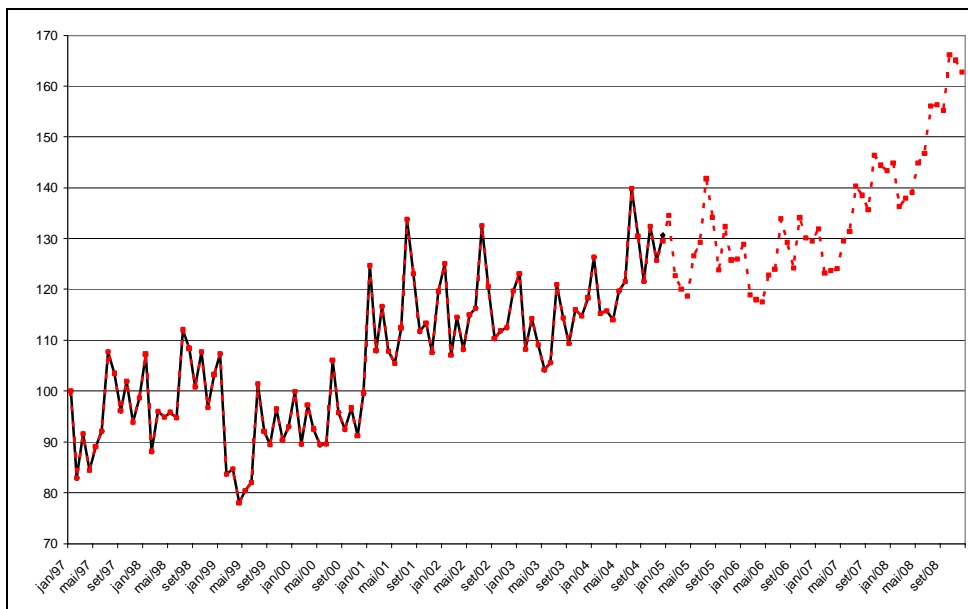
Variação percentual anual projetada da produção industrial



Projeção de Produção Industrial - Crescimento				
2005	2006	2007	2008	Média
3.00%	3.05%	3.36%	3.50%	3.23%

#

Variação percentual anual projetada da demanda por transporte aéreo de cargas



#

Projeção de Demanda - Crescimento				
2005	2006	2007	2008	Média
2.90%	-1.58%	6.70%	12.33%	4.96%

3.2.2 Modelo de estimação da demanda interna de passageiros

Quanto às perspectivas de passageiros, adotou-se um modelo distinto. A análise foi feita contemplando mais de quinhentas rotas distintas, de modo a identificar as rotas que apresentam melhor perspectiva econômica no curto e médio prazo. Para os fins desta proposta, considerou-se o cenário médio, utilizando-se para tanto das mesmas premissas em que se baseiam as projeções para cargas. Para efetuar essa análise, utilizaram-se modelos econométricos de efeitos fixos em painel com base nos dados anuais por rotas disponibilizados nos anuários do DAC entre 1997 e 2004. Os números totais resultantes desse banco não coincidem com os dados mensais das operadoras, mas apresentam a mesma tendência no médio prazo.

Assumindo o cenário macroeconômico projetado pelos consultores, já visto acima, e as mesmas variáveis explicativas usadas para o modelo de cargas – apenas regionalizadas para contemplar o fluxo por rota – encontrou-se um cenário de crescimento médio entre 2005 e 2008 de 5,7% ao ano.

Como esperado, a demanda é negativamente correlacionada com o preço do querosene e ao câmbio. Quanto à produção industrial, a elasticidade-preço da demanda encontrada foi próxima de 2, mas segregada de forma clara entre a dinâmica da região de origem (mais relevante) e a região de destino da rota.

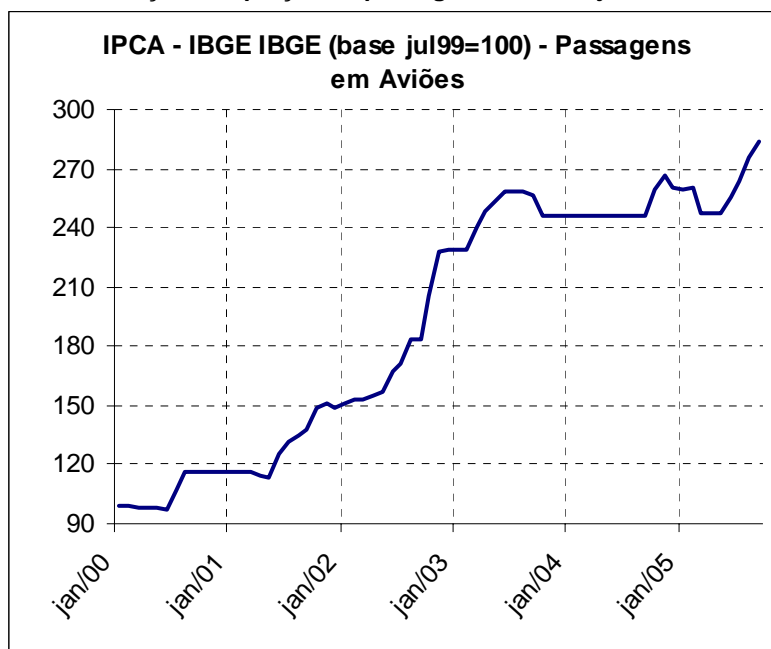
Note-se que estas projeções são distintas daquelas apresentadas no plano operacional da BWAC, mas corroboram a visão de mercado lá considerada.

3.3 Principais pontos da estrutura operacional proposta

O ingresso da VASP parece adequado em termos da demanda observada para o mercado. Contudo, o cenário econômico registra alguma instabilidade que pode exigir recursos iniciais maiores para a consolidação financeira da empresa.

Há que se destacar, neste ponto, que a redução no ritmo de reajustes das passagens de avião, medido pelo IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), do IBGE, corresponde ao período de maior incremento na demanda, justificando a opção por uma oferta de assentos a custo baixo, como tendência do setor e estratégia de maior chance de sucesso.

Evolução dos preços de passagens aéreas – jul/99=100



Fonte: IBGE. Elaboração Tendências Consultoria Integrada.

A proposta operacional apresentada para retorno da VASP elaborada pela BWAC está baseada na disponibilidade imediata de utilização de três aeronaves (dois B727-200 e um B737-200) para transporte de cargas, destacando-se que há necessidade de se efetuar manutenção e revisão das mesmas para retorno efetivo aos vôos, operação com valor estimado em cerca de US\$ 500 mil (R\$ 1,3 milhão). Uma vez efetuadas as revisões, estas aeronaves poderão entrar em operação imediatamente, via *leasing*, e, posteriormente, pela VASP em rotas a serem detalhadas conforme a demanda se apresentar.

Há, ainda, a estimativa do retorno gradativo aos vôos de passageiros, dependendo, neste caso, da efetiva obtenção de três aeronaves B737-300, que deveriam estar disponíveis para início de operações em período imediatamente anterior ao pico de demanda do setor, em 2006, a saber, o período equivalente às férias de meio de ano ou nos meses de férias de verão.

O retorno ao vôo de passageiros, no entanto, irá exigir esforço financeiro elevado e, particularmente, demandaria um investimento não desprezível em marketing junto ao público devido aos prejuízos na imagem da companhia provenientes dos transtornos impostos no passado aos passageiros por ocasião da interrupção dos vôos. Será necessário tempo até que a nova companhia consiga se recolocar como uma opção viável para os consumidores e, nesse cenário, parece-nos aconselhável conduzir uma campanha de recuperação gradual da imagem da empresa antes que se mobilizem esforços e recursos para o vôo de passageiros.

Neste ponto, é preciso destacar que a nova companhia entrará no mercado em posição de desvantagem em relação a outras que vêm trilhando o mesmo caminho, mas que não

têm este histórico de interrupção no fornecimento de vôos aos seus passageiros pagantes.

3.4 Análise crítica da estrutura operacional proposta

Todo este quadro justifica a expectativa apresentada pela BWAC de que as operações da nova companhia tenham início com a oferta das aeronaves para transporte de carga, e gradativamente se retornem aos vôos de passageiros, que estariam sujeitos, todavia, à disponibilização das aeronaves.

A estrutura de custos pela BWAC apresentada, mesmo que justifique alguns ajustes (como, por exemplo, no custo do arrendamento de aeronaves, um pouco baixo em relação às concorrentes, e gastos diversos elevados para uma empresa do porte da que está nascendo), está perfeitamente de acordo com aquela apresentada pela TAM e pela GOL, duas empresas de capital aberto e que publicam seus dados com a regularidade exigida pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), ou seja, trimestralmente.

Quadro – Comparativo de custos

(em R\$ mil)	VASP -		%		%	
	Proposta BWAC	% do custo total	Gol - 3T/05	% do custo total	TAM 3T/05	% do custo total
Nº de aeronaves	6		37		82	
Pessoal	1,346	4.6%	21,601	11.9%	56,733	12.4%
Combustível	13,959	48.2%	69,570	38.2%	154,066.67	33.7%
Deprec. Equip. de vôos	1,154	4.0%	2,841	1.6%	7,133	1.6%
Manut. e revisão	1,454	5.0%	10,633	5.8%	27,567	6.0%
Seguro de aviões	182	0.6%	2,675	1.5%	3,333	0.7%
Arrendamento	1,302	4.5%	20,712	11.4%	53,367	11.7%
Taxas de pouso	231	0.8%	8,063	4.4%	19,800	4.3%
Auxílio à navegação	757	2.6%				
Organização terrestre	1,018	3.5%				
Serviço de passageiros	150	0.5%				
Outras despesas	0	0.0%	45,899	25.2%	134,633	29.5%
Despesas com. Pax	2,865	9.9%				
Despesas com.cargas	1,994	6.9%				
Desp. Admin.	2,562	8.8%				
CUSTOS TOTAIS	28,976	100.0%	181,995	100.0%	456,633	100.0%
Dados estatísticos						
Hs voadas	1,624				29,987	
km voados	1,094,492		7,855,082		1,210,788,000	
Viagens realizadas	1,316		10,746		18,651	
Viagens extras	0					
Nº de pousos	1,316		10,746		18,651	
Cons. Combustível (l)	6,979,467				95,744,667	
Ass/km ofertados	81,868		1,188,333		2,492,667	
Pax/km Transp Pg (000)	49,121		876,333		1,847,667	
nº Pax embarcados Pg	74,225		1,165,333		1,818,333	
Ton/km oferecidas	16,701,232					
Ton/km utilizadas Pg	9,758,775					
Yield						
Load factor (%)	60		73.7		74.1	
Break even Load factor (%)	61		54.3		66.0	
Custo total/hora de vôo	17,842				15,228	

Fonte: BWAC, Balanços das empresas relativos ao 3T/2005. Elaboração *Tendências Consultoria Integrada*.

O quadro acima contempla a comparação apenas com a proposta apresentada pela BWAC relativa ao cenário básico, porém, estão disponibilizados cenários alternativos com hipóteses mais otimistas e outras, mais pessimistas, e considerações gerais adicionais de que a estrutura poderia ser otimizada ainda mais.

Ainda que feitas essas considerações, apesar do plano de vôo operacional apresentado pela BWAC contemplar um modelo bastante interessante com base em *hubs*, cabe destacar que suas premissas de custo não criam uma companhia *low cost* propriamente dita. Ajustes adicionais na estrutura de custos deverão ser conduzidos posteriormente para melhorar a performance da empresa e garantir uma retomada de operações mais saudável e segura.

3.5 O fluxo de caixa operacional da Nova Vasp

A construção do fluxo de caixa deve levar em conta (i) a incerteza no *timing* de recebimento de recursos; (ii) os custos de manutenção da estrutura da VASP enquanto a operação não está integralmente implementada (e, portanto, enquanto o fluxo de caixa próprio não cobre os custos operacionais da companhia); (iii) os pagamentos mínimos previstos por lei relativos aos salários atrasados; e (iv) os custos de recuperação da estrutura operacional e administrativa da empresa.

No que se refere ao primeiro aspecto, consideraram-se recursos (a) oriundos da recuperação de créditos de ICMS compromissados com a AmBev, ingressantes na operação nos doze meses findos em dezembro de 2006 (prazo pessimista para a implementação integral deste plano), limitados ao valor de R\$ 12 milhões; e (b) ingressos próprios a partir do início da operação totalizando R\$ 144 milhões no primeiro ano.

Por outro lado, os custos de implementação e recuperação da empresa e os custos operacionais somam R\$ 160 milhões, aos quais se soma uma provisão para os custos de constituição dos fundos, custos de arrendamento dos ativos operacionais e pagamentos de obrigações civis de R\$ 14 milhões⁸.

As hipóteses consideradas para as receitas são 15% de margem para o transporte de cargas e 10% para o transporte de passageiros e receitas de manutenção com início imediato e crescimento rápido.

Em relação ao cronograma de entrada, no caso do transporte de cargas, as receitas de *leasing* começam em março e em junho começa a operação regular. Quanto ao transporte de passageiros, as receitas com vôos charter começam em setembro, com

⁸ Considerando que esses valores seriam destinados para a due diligence, advogados e instituições financeiras, e não contempla eventuais taxas de sucesso decorrentes do plano.

apenas um avião, e em novembro entra em operação o segundo avião. Já os vôos regulares começam em novembro com um avião e em dezembro entram em operação mais dois aviões.

Já as hipóteses utilizadas para os custos são apresentadas abaixo:

- i) os custos não operacionais atualmente seriam de R\$ 900 mil por mês;
- ii) os custos foram considerados com um mês de antecipação, exceto os gastos com combustíveis;
- iii) a recuperação da infra-estrutura deverá custar R\$ 1,3 milhão para manutenção dos três cargueiros; R\$ 5,0 milhões para pagamento do leasing inicial das aeronaves de passageiros; e R\$ 22 milhões para gastos com marketing, rede de vendas e diversos; e
- iv) os custos legais extraordinários seriam da ordem de R\$ 900 mil, segundo informações da empresa.
- v) os custos com o arrendamento de equipamentos e instalações operacionais junto ao fundo imobiliário e ao fundo de “desinvestimento” passam a recair sobre a companhia somente a partir de dezembro de 2006. Até então, a VASP poderá utilizar estes ativos sem o pagamento de aluguel para estes fundos.

Cabe ressaltar que todos os valores operacionais foram extraídos do “Estudo de viabilidade operacional da Nova Vasp”, elaborado por BWAC Administração e Consultoria Aérea.

Fluxo de caixa operacional da Nova Vasp – 2006 (R\$ milhões)

	jan/06	fev/06	mar/06	abr/06	mai/06	jun/06	jul/06	ago/06	set/06	out/06	nov/06	dez/06
Recursos	1,3	1,4	2,2	2,4	2,5	8,3	8,7	14,9	23,6	23,6	30,3	39,9
Não operacionais	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Créditos de ICMS	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Locações	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Desmobilização de ativos não operacionais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Recursos liberados por penhora (1)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operacionais	0,0	0,2	1,0	1,2	1,3	7,0	7,4	13,7	22,3	22,3	29,0	38,7
Usos	0,9	3,9	1,7	2,0	3,8	9,2	16,3	19,8	24,2	25,5	32,3	37,6
Custo não operacional da estrutura	0,9	0,7	0,7	0,5	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Custo operacional das atividades	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,4	10,9	16,3	18,6	21,5	26,7	29,0
Carga	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,4	10,9	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
Passageiros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,9	5,2	8,1	13,3	15,6
Recuperação da infraestrutura	0,0	1,3	0,0	0,5	2,5	2,5	4,2	2,5	4,7	3,0	4,7	5,1
Custos legais extraordinários	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aluguel de Áreas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5
Não Operacionais	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Fluxo de CAIXA	0,4	-2,5	0,5	0,4	-1,3	-0,9	-7,6	-4,9	-0,7	-1,9	-2,0	2,4
CAIXA	0,4	-2,2	-1,7	-1,2	-2,5	-3,4	-11,0	-15,9	-16,6	-18,5	-20,5	-18,1

Fonte: Tendências Consultoria Integrada

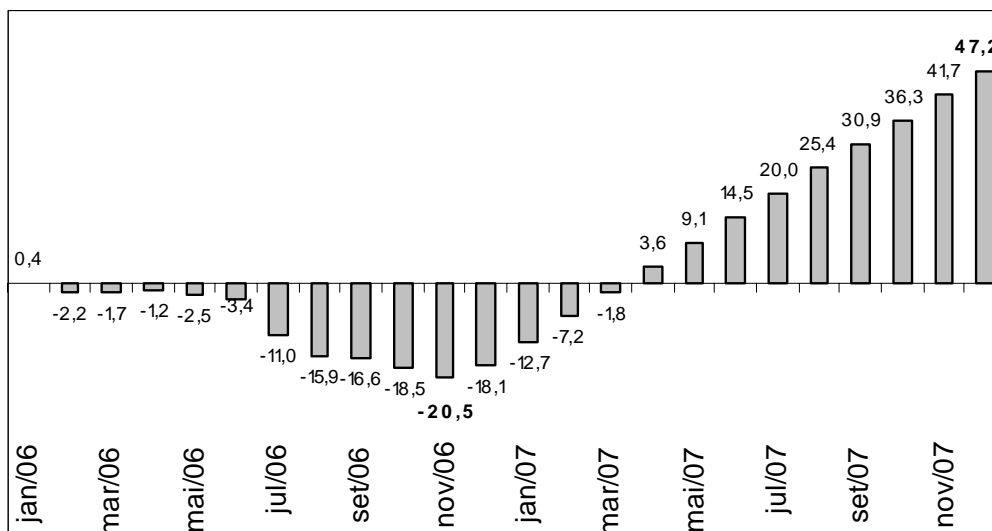
Fluxo de caixa operacional da Nova Vasp – 2007 (R\$ milhões)

	jan/07	fev/07	mar/07	abr/07	mai/07	jun/07	jul/07	ago/07	set/07	out/07	nov/07	dez/07
Recursos	40,7	40,7	40,703	40,7	40,703	40,7	40,7	40,703	40,7	40,7	40,703	40,703
Não operacionais	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Créditos de ICMS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Locações	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Desmobilização de ativos não operacionais	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Recursos liberados por penhora (1)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Operacionais	40,7	40,7	40,703	40,7	40,703	40,7	40,7	40,703	40,7	40,7	40,703	40,703
Usos	35,26	35,26	35,259	35,26	35,259	35,26	35,3	35,259	35,26	35,26	35,259	35,259
Custo não operacional da estrutura	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Custo operacional das atividades	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0
Carga	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
Passageiros	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Recuperação da infraestrutura	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Custos legais extraordinários	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aluguel de Áreas	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Não Operacionais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fluxo de CAIXA	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
CAIXA	-12,7	-7,2	-1,8	3,6	9,1	14,5	20,0	25,4	30,9	36,3	41,7	47,2

Fonte: Tendências Consultoria Integrada

Nesse cenário, há um descompasso financeiro a partir de maio de 2006 e que, em novembro, alcança seu ápice (R\$ –20,5 milhões), mas de reversão rápida. **Para viabilizar a retomada das atividades da VASP, será imprescindível um empréstimo ponte ou um aporte de capitais para a operação.**

Evolução do caixa (R\$ milhões)



Ademais, deve-se destacar que, sob as condições acima expostas, o plano de recuperação aqui proposto atesta apenas a viabilidade econômica da nova empresa do ponto de vista operacional. Ou seja, a estrutura proposta neste trabalho pode não impedir que a nova empresa operacional tenha que arcar, eventualmente, com os custos decorrentes de uma decisão desfavorável à companhia nos processos atualmente em andamento na esfera fiscal em que a VASP é ré.

4. A estrutura não operacional proposta

Para que a empresa operacional tenha condições de entrar em operação sem se defrontar com um quadro de passivos que inviabilize a realização dos investimentos necessários à sua expansão, é de fundamental importância que os credores aproveem a parte não operacional do Plano de Recuperação aqui proposto.

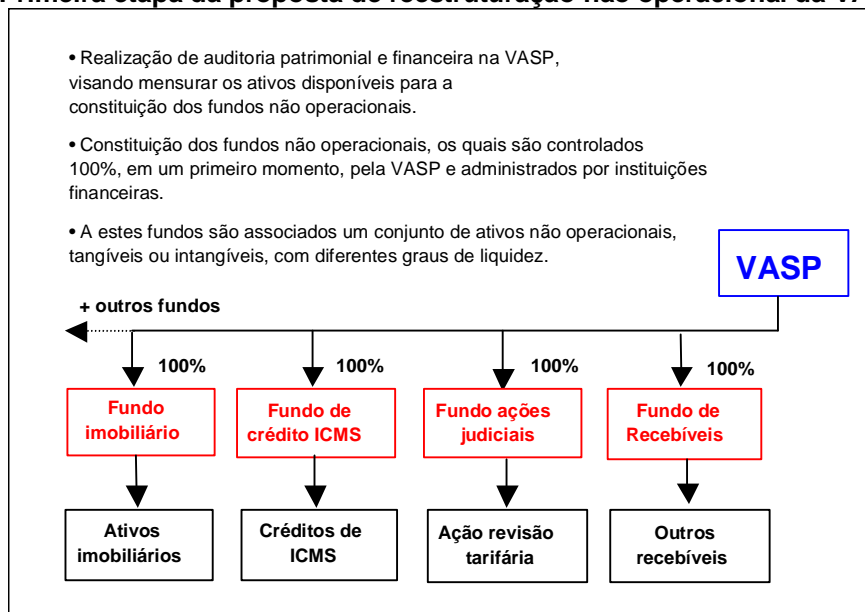
O cerne do plano proposto, como mencionado anteriormente, é a estruturação de diversos fundos compostos por ativos de diferentes naturezas, graus de liquidez, níveis de incerteza etc. Uma vez estruturados estes fundos, que serão de propriedade da VASP em um primeiro momento, os credores arrematarão cotas dos fundos que julgarem mais interessantes para si – evidentemente, dentro de um conjunto de regras pré-especificadas.

Desta forma, os passivos da VASP junto às classes de credores previstas na Lei 11.101/05 serão liquidados através da transferência da titularidade das cotas dos fundos constituídos da VASP para os credores. Entretanto, a referida lei determina que nem todos os credores estão sujeitos ao processo de recuperação judicial, como os credores fiscais e tributários, cujas execuções não são suspensas.

Para fazer frente ao pagamento de passivos fiscais e tributários, além da renegociação dessas dívidas, o montante estimado para esses passivos durante o processo de *due diligence* deverá ser reservado para efeito da divisão das cotas dos fundos a serem constituídos. Ou seja, **será destinada à VASP uma quantidade de cotas de fundos que seja suficiente para que os débitos fiscais e tributários futuros sejam quitados.** Para que a totalidade dos passivos da VASP seja liquidada durante o processo de recuperação judicial e a empresa operacional volte a voar de um modo economicamente sustentável, todos os fundos a serem estruturados serão oferecidos para a quitação dos débitos existentes.

A estrutura não operacional do Plano de Recuperação econômica desenvolvido pelos consultores é composta por três etapas distintas, as quais são apresentadas de forma esquemática abaixo:

Primeira etapa da proposta de reestruturação não operacional da VASP



Fonte: Tendências Consultoria Integrada.

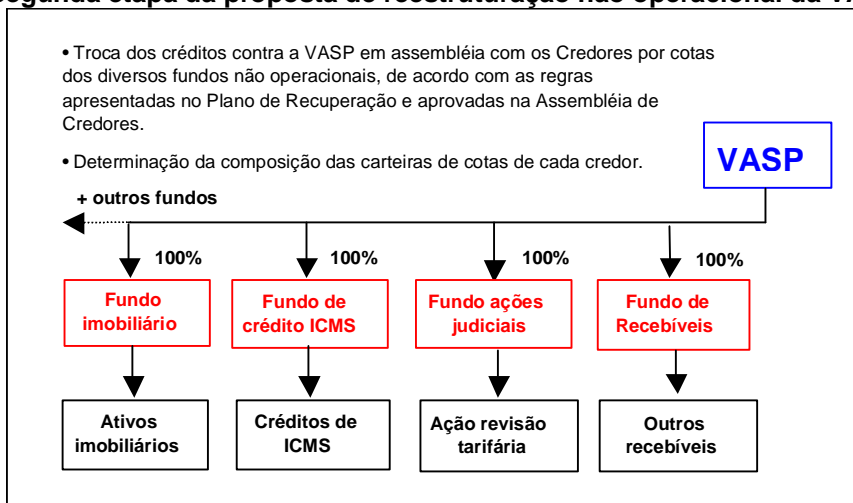
A primeira etapa da recuperação não operacional da VASP tem início com a contratação e a realização de uma auditoria patrimonial e financeira detalhada (*due diligence*) na companhia, a qual terá por objetivo mensurar de forma precisa os ativos disponíveis para a constituição dos fundos operacionais a serem oferecidos como pagamento aos credores da empresa. Após a realização da *due diligence*, terá início a estruturação dos diversos fundos, os quais serão geridos por administradores profissionais. Em um primeiro momento, cem por cento das cotas dos fundos constituídos pertencerão à VASP.

Uma vez constituídos os diversos fundos, tem início a segunda etapa do processo. Nesta fase, os credores sujeitos ao plano serão convocados a fazer sua opção individual das cotas dos fundos que desejam receber em troca do cancelamento de seu crédito contra a VASP. Esta seleção será realizada com base em informações disponibilizadas após o processo de *due diligence* na empresa, de modo a reduzir ao máximo a incerteza do ponto de vista dos credores.

A partir de então, a VASP passa a trocar as cotas dos fundos recém criados pelo cancelamento dos débitos reconhecidos na lista dos credores determinada pelo Juiz responsável pela recuperação judicial da VASP. **Neste momento, cada classe de credores tomará conhecimento do eventual percentual de deságio associado a cada um dos fundos não operacionais estruturados.**

Os passivos fiscais e tributários também serão contemplados para efeito do cálculo das cotas dos fundos, de modo que a VASP manterá em carteira cotas de fundos para realizar o pagamento das dívidas futuras desta natureza. Assim, a VASP poderá negociar suas cotas no mercado para obter recursos para liquidar tais dívidas.

Segunda etapa da proposta de reestruturação não operacional da VASP



Fonte: Tendências Consultoria Integrada

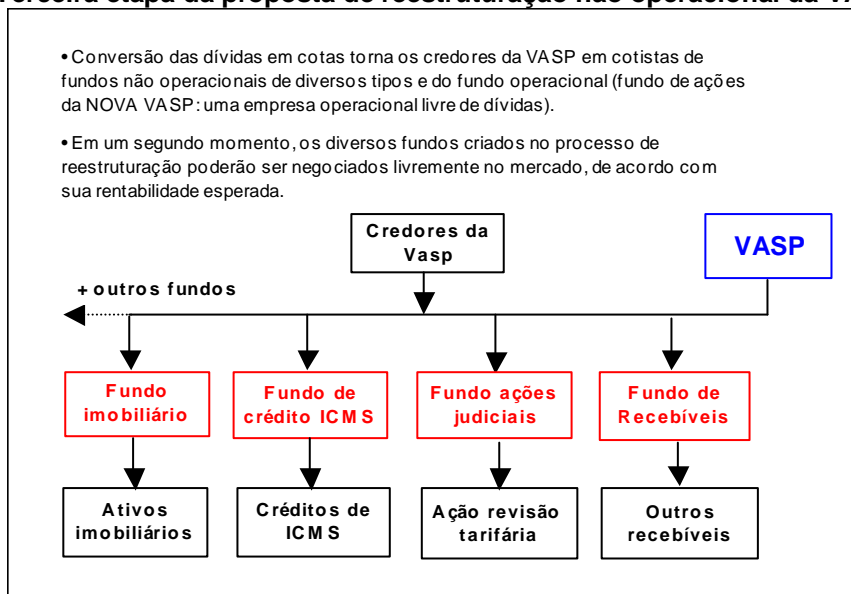
Nesta segunda etapa, uma vez conhecidos os valores dos ativos que irão compor os fundos após a realização da *due diligence*⁹ e a demanda pelas cotas de cada um dos fundos, os credores da VASP poderão calcular o deságio médio decorrente da reestruturação no momento da liquidação do passivo da companhia.

Evidentemente, o valor do deságio variará de credor para credor, assim como será variável no tempo, dependendo da qualidade de gestão dos fundos e da variação da probabilidade da decretação de uma sentença favorável à VASP nos fundos compostos por ações judiciais em andamento – como o fundo que conterà a ação de “insuficiência tarifária”, por exemplo.

A terceira – e última – etapa da proposta de reestruturação não operacional da VASP tem início com a conclusão da conversão das dívidas da companhia por cotas dos fundos formados a partir dos ativos certos e incertos da empresa (ativos imobiliários, créditos de ICMS, ações judiciais em andamento etc). Após esta etapa, todos os fundos da VASP terão sido convertidos em moeda de pagamento dos passivos da companhia.

⁹ Ou a estimativa do valor esperado dos ativos que irão compor os fundos.

Terceira etapa da proposta de reestruturação não operacional da VASP



Fonte: Tendências Consultoria Integrada

A partir deste momento, os diversos fundos criados no processo de reestruturação poderão ser negociados livremente no mercado, dependendo, evidentemente, das regras específicas de cada fundo constituído – as quais são regulamentadas pela CVM.

Uma condição fundamental para que o Plano de Recuperação apresentado acima seja implementado com sucesso é a mensuração adequada dos valores dos ativos e dos passivos da VASP. Como mencionado de modo exaustivo anteriormente, uma estimativa adequada de tais valores somente poderá ser obtida após a realização de uma *due diligence* na companhia, que somente será empreendida após a aprovação do Plano de Recuperação aqui apresentado.

Para que pudessem ser definidas adequadamente as regras que irão reger as escolhas das cotas dos fundos pelos credores das classes trabalhistas, detentora de garantia real e quirografária, foi necessário buscar estimativas dos valores econômicos dos ativos disponíveis na VASP, ajustando-os à realidade do mercado, e dos passivos a serem liquidados, em razão das divergências apresentadas entre os créditos reconhecidos pela VASP e os montantes pleiteados pelos credores. Esta estimativa – que foi obtida e depurada a partir de informações disponibilizadas pela VASP e dos autos de processos judiciais nos quais a VASP é parte, ainda pendentes de auditoria – é apresentada nas duas seções a seguir.

Essas estimativas partiram de princípios conservadores em relação a ativos e passivos, com o propósito de traçar uma proposta de recuperação em um cenário bastante extremado para a companhia, de modo a garantir credibilidade ao plano proposto.

4.1 Análise dos ativos disponíveis

Segundo o balanço patrimonial da VASP de junho de 2005, os ativos da companhia montavam a R\$ 3,3 bilhões. Evidentemente, dada a diferença existente entre os conceitos de valor contábil e valor econômico (sendo este último mais relevante para efeito do Plano de Recuperação da VASP), torna-se necessário analisar os valores apontados nos balanços patrimoniais da companhia, com o objetivo de tentar mensurar o valor econômico intrínseco aos ativos apresentados contabilmente.

Ademais, os processos judiciais em andamento nos quais a VASP possui uma elevada probabilidade de obter uma decisão favorável normalmente não são contabilizados como ativos da companhia de acordo com as boas práticas contábeis, mas – certamente – devem ser considerados como ativos da empresa do ponto de vista econômico¹⁰, mesmo estando sujeitos a risco.

Balanços Patrimoniais da VASP S.A. de 2004 e jun/2005 - ATIVO (R\$ milhões)

	2004	Jun/2005
CIRCULANTE		
Disponibilidades	4,7	25,1
Clientes	736,0	726,6
Valores a Receber	97,0	94,8
Estoques Consumáveis, Peças e Outros	115,5	114,7
Outros ⁽¹⁾	(0,8)	(1,6)
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO		
Cauções e Depósitos	141,6	144,1
Créditos Tributários	810,5	826,0
Outros ⁽²⁾	13,4	13,4
PERMANENTE		
Imobilizado	1.731,2	1.731,2
Outros ⁽³⁾	(362,3)	(368,9)
TOTAL	3.286,8	3.305,0

⁽¹⁾ Inclui "Provisão Devedores Duvidosos" e "Despesas Pagas Antecipadamente".

⁽²⁾ Inclui "Empresas Controladas" e "Valores a Receber e Outros".

⁽³⁾ Inclui "Diferido", "Invest. em Controladas, Coligadas e Outros" e "Depreciação Acumulada".

Portanto, vale destacar que, para efeito da constituição dos fundos de diversas naturezas que serão utilizados para quitar os passivos da VASP no âmbito do seu processo de recuperação judicial, o valor contábil dos ativos possui pequena relevância: o importante é seu valor econômico, a ser definido, como já ressaltado, por meio de futuras auditorias.

¹⁰ Mais especificamente, como um bem contingente, ao qual está associada uma determinada probabilidade de ocorrência de um estado da natureza, como uma decisão financeiramente favorável à companhia.

Um dos principais ativos contingentes da VASP é o processo judicial que a empresa move contra o Poder Concedente (União Federal) requerendo reparação financeira em virtude do controle da política tarifária da companhia exercido pelo governo federal entre 1986 e 1991. A ação judicial nº 92.0014302-4, encontra respaldo na jurisprudência e deverá ser avaliada pelo Superior Tribunal de Justiça no futuro próximo. Segundo estimativas da companhia, o valor da indenização a ser paga pelo poder público à VASP pode variar, segundo estimativas, de R\$ 2,5 bilhões a R\$ 7 bilhões. Esta significativa disparidade de valores decorre de diferentes hipóteses de indexação utilizadas na correção monetária do valor pleiteado pela VASP na ação judicial.

Uma vez que a análise aqui empreendida se fundamenta no princípio contábil do conservadorismo, estimamos que o valor esperado da referida ação de indenização se encontra na banda inferior - de R\$ 2,5 bilhões. Convém observar que esta estimativa não pressupõe nenhuma análise de probabilidade de que a condenação, se vier a ser confirmada, ocorrerá na banda inferior.

Conforme mencionado anteriormente, a adoção de estimativas conservadoras para os valores dos ativos, em um primeiro momento, ocorre sem prejuízo do resultado final do Plano de Recuperação aqui proposto, uma vez que (1) a *due diligence* a ser contratada pela VASP após a aprovação do Plano de Recuperação judicial pela Assembléia Geral de Credores reavaliará com mais precisão a probabilidade de êxito e o valor esperado da ação judicial aqui mencionada e (2) no eventual proferimento de sentença favorável à VASP com um valor superior a R\$ 2,5 bilhões, o montante excedente será automaticamente direcionado ao fundo de ação judicial criado especificamente para a ação de revisão tarifária, de modo a beneficiar seus cotistas.

Um segundo ativo da companhia a ser considerado no Plano de Recuperação da VASP é o imobilizado da companhia. Para efeito da constituição dos fundos não operacionais que serão utilizados para liquidar o passivo da empresa, torna-se necessário segregar o que serão os ativos operacionais fundamentais para o reinício das atividades da nova empresa operacional – a qual, conforme tratado anteriormente em detalhe, terá uma estrutura operacional "enxuta", no modelo de uma empresa *low cost* – dos ativos não fundamentais.

Dentro da classe de ativos definida como não fundamental à operação, serão divididos os imóveis (que serão direcionados a um fundo imobiliário a ser criado) e os outros ativos operacionais (os quais serão direcionados a um outro fundo, que buscará vendê-los no mercado, visando levantar recursos para o pagamento dos cotistas).

Segundo o balanço patrimonial da VASP de junho de 2005, o valor contábil dos "Estoques Consumáveis, Peças e Outros" alcançava R\$ 114,7 milhões. Já o "Imobilizado" da companhia possuía valor contábil de R\$ 1,73 bilhão (sem considerar a depreciação contábil) e de R\$ 1,31 bilhão considerando esta depreciação.

Conforme já mencionado no capítulo 2 deste trabalho, neste total merecem destaque os cascos e as turbinas das vinte e oito aeronaves da frota própria da VASP, que estão contabilizadas com um valor de R\$ 1,27 bilhão (sem depreciação) e R\$ 1,09 bilhão (considerando a depreciação contábil).

No capítulo que tratou especificamente do dimensionamento da nova empresa operacional que surgirá do Plano de Recuperação judicial ora em andamento, foi definido que esta nova operação seguirá uma estrutura modular, cujo primeiro módulo será composto por seis aeronaves - sendo três cargueiras da atual frota da VASP (um 737-200 e dois 727-200) e três aeronaves comerciais a serem incorporadas à frota através de uma operação de leasing operacional atualmente em negociação.

Desta forma, considerando o plano desenvolvido para a nova empresa operacional conforme definido pela consultoria BWAC, a VASP deverá realizar um desinvestimento de 25 aeronaves da sua atual frota.

Em função dos problemas enfrentados pela companhia nos últimos doze meses, há uma enorme dificuldade em se estimar o valor econômico das aeronaves a serem desinvestidas, em que pese o estado de conservação de algumas das aeronaves em questão. **Ainda que seja impossível estimar no momento o valor de mercado desses equipamentos ressaltamos ser comum, nesses casos, que o valor econômico seja inferior ao valor contábil.**

Abertura do Imobilizado da VASP em jun/2005 - R\$ milhões

	CUSTO	VALOR LÍQUIDO
Equipamentos de Vôo	1.412,5	1.135,9
Casco	716,9	637,4
Turbinas	549,6	454,5
Sobressalentes	146,0	43,9
Imóveis	100,1	57,8
Terrenos e Edificações	84,4	55,7
Construções e Instalações em Terrenos de Terceiros	15,7	2,1
Equipamentos Terrestres	107,3	4,0
Móveis e Utensílios	10,6	1,1
Instalações Removíveis	1,0	0,0
Máquinas e Equipamentos	68,5	2,5
Ferramentas de Grande Porte	6,5	0,4
Veículos	20,7	0,0
Outros	111,3	111,3
TOTAL	1.731,2	1.309,0

Evidentemente, a decisão sobre o desinvestimento das aeronaves mencionadas acima depende unicamente da direção de gestão da VASP, de modo que o modelo sugerido pela consultoria BWAC Administração e Consultoria Aérea e endossado pelos consultores é apenas indicativo.

O dimensionamento preciso de ativos operacionais, como peças sobressalentes e equipamentos terrestres em geral deverá ser definido pela atual direção da VASP. Entretanto, uma vez que o valor contábil destes ativos é muito reduzido – perfazendo apenas R\$ 159,2 milhões, incluindo neste total o "Imobilizado em Andamento" e seu destino seria o mesmo das aeronaves, as peças sobressalentes e os equipamentos terrestres serão destinados ao mesmo fundo a ser constituído para gerir os recursos oriundos da venda dos cascos e turbinas.

Ademais, estes ativos devem ter valor econômico muito reduzido atualmente. Neste caso específico, a realização de uma auditoria patrimonial na VASP teria fundamental importância na definição precisa dos valores desta categoria de ativos da companhia.

Os imóveis da VASP também devem ser considerados para efeito da constituição de um fundo a ser utilizado para liquidar passivos da companhia. No balanço patrimonial da VASP, os bens imóveis estão contabilizados com um valor de R\$ 100,1 milhões (sem considerar a depreciação) e de R\$ 57,8 milhões (incluindo a depreciação).

Do ponto de vista econômico e da constituição de fundos, estes valores contábeis possuem reduzida relevância, uma vez que (1) muitos destes ativos foram contabilizados pelo seu valor original de matrícula e se encontram absolutamente defasados; (2) as reavaliações dos imóveis, quando realizadas, são muitas antigas e também não refletem corretamente o valor dos bens no mercado; (3) alguns dos imóveis da VASP foram depredados no passado recente e (4) a maior parte destes imóveis se encontra penhorada a terceiros em face do não cumprimento de contratos ou do não pagamento de dívidas pela VASP.

Para se obter um valor de referência atual para os imóveis da VASP, os consultores atualizaram monetariamente os valores das matrículas e das reavaliações de imóveis fornecidas pela VASP, utilizando o IGP-DI (Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna) como indexador.

Segundo os cálculos preliminares dos consultores, empreendido a partir de dados fornecidos pela VASP, o valor dos imóveis da companhia alcança R\$ 135 milhões, incluindo os bens penhorados em virtude do não pagamento de dívidas.

Todavia, se forem considerados apenas os imóveis que não são objeto de penhora por algum credor atualmente, este valor se reduz para algo entre R\$ 15 milhões e R\$ 30 milhões, segundo informações da VASP. A lista total dos imóveis da empresa – com seus valores atualizados monetariamente – se encontra no **ANEXO I** deste trabalho.

Uma quarta categoria de ativos disponíveis para a constituição de um fundo seria o crédito de ICMS que a VASP possui junto às Secretarias da Fazenda de diversos estados da União. Segundo as últimas estimativas fornecidas pela companhia, o valor deste ativo alcança R\$ 526.059.527,47 milhões (ver **ANEXO II**). Em virtude da elevada liquidez de créditos de ICMS no mercado e da delicada situação econômico-financeira

que a VASP se encontra, os referidos créditos fiscais estão sendo negociados com a empresa AmBev, com um deságio de 20% do valor de face, acrescido de despesas judiciais (de 21% do valor dos créditos). Do ponto de vista do Plano de Recuperação da VASP, caso tal negociação seja concluída com sucesso – ou seja, caso a VASP receba o pagamento advindo da negociação ora em curso – os recursos decorrentes da mesma deverão ser direcionados para a diminuição do passivo da companhia, sem prejuízo de nenhuma classe de credores da VASP e considerando as regras estipuladas na Lei nº 11.101/05.

Esta norma de conduta deve valer não apenas para o caso específico da eventual negociação dos créditos de ICMS da VASP, mas para toda e qualquer negociação bilateral que vier a ser empreendida pela diretoria da empresa anteriormente à reunião da Assembléia Geral de Credores, mais especificamente: **qualquer acordo bilateral que vier a ser firmado entre a VASP e algum de seus credores não deverá ocorrer em prejuízo dos demais credores e deverá respeitar as regras vigentes na “Nova Lei de Falências”**.

Um quinto ativo contingente de significativa importância para a VASP é o processo em que a companhia é autora contra a Empresa de Correios e Telégrafos (ECT) – processo nº 2001.34.00.000378-9. Neste processo, a VASP pleiteia uma indenização de R\$ 69.700.797,78 (em valores de outubro de 2002) em função de prejuízos causados pela ECT à companhia decorrentes de atrasos em pagamentos em períodos de inflação elevada. **Caso a VASP venha a receber uma sentença judicial favorável nesta causa, o valor a ser pago pela ECT à companhia pode alcançar R\$ 90,3 milhões**, considerando-se o valor atualizado pelo Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), segundo cálculos dos consultores.¹¹

Um sexto ativo contingente da companhia a ser utilizado na constituição de um fundo que deverá quitar parte dos passivos da VASP é a ação judicial que a VASP é autora contra a empresa de leasing da GPA, cujo valor da indenização a ser paga à VASP poderá alcançar, segundo estimativas da companhia, US\$ 400 milhões. O processo envolvendo esta disputa judicial se encontra bastante adiantado e, atualmente, as empresas vem negociando uma solução acordada para o caso.

Um sétimo ativo contingente relevante que a companhia possui é uma ação que esta move contra a Fazenda do Estado de São Paulo, em um processo de superveniência passiva decorrente do processo de privatização da VASP em 1990. O valor inicial do processo 35/98 movido pela VASP era de R\$ 265.505.967,76, o qual, quando atualizado monetariamente alcança um valor próximo a R\$ 462 milhões.¹²

¹¹ Mais precisamente, R\$ 90.304.614,50 milhões em valores de novembro de 2005.

¹² Mais precisamente R\$ 461.767.556,49, usando o Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) como indexador.

Um oitavo ativo que a VASP poderá utilizar na constituição de um fundo para quitar parte de seus passivos é a ação judicial que move contra o fundo de previdência complementar AERUS. A VASP moveu uma ação judicial contra o AERUS por entender que este fundo se apropriou indevidamente de recursos recolhidos pela VASP ao fundo ao longo dos anos, os quais não foram devolvidos à empresa quando esta definiu sua saída do AERUS. Desta forma, **a VASP entende que tem direito ao recebimento de R\$ 200 milhões do AERUS** a título de ressarcimento financeiro.

Finalmente, deve-se destacar que **a VASP é autora em um conjunto de outras ações judiciais de diversas naturezas**, as quais poderão eventualmente gerar algum benefício financeiro para a VASP em caso de decretação de uma sentença favorável. **Os valores iniciais pleiteados pela VASP neste conjunto de processos somam um valor total de R\$ 6,01 milhões. Estes valores atualizados monetariamente podem alcançar R\$ 9,58 milhões, segundo estimativa dos consultores.**

Desta forma, os ativos totais – existentes e contingentes – da VASP podem alcançar um valor que varia entre R\$ 4,72 bilhões e R\$ 4,74 bilhões (ver figura abaixo).

Ativos totais existentes e contingentes estimados da VASP para efeito do Plano de Recuperação – R\$ milhões

	Banda inferior	Banda Superior
Crédito de ICMS	333	333
Imóveis	135	135
Aeronaves (cascos e turbinas)	40	60
Equip. sobressalentes/outros	50	50
Ação judicial contra os Correios	90	90
Ação de superveniência passiva	462	462
Ação judicial contra o Aerus	200	200
Outras ações	10	10
Ação de insuficiência tarifária	2.500	2.500
Ação judicial contra a GPA	900	900
TOTAL	4.720	4.740

Fonte: VASP

Evidentemente, este valor depende das decisões dos processos em andamento a serem proferidas pela Justiça, dos critérios de atualização dos valores nos processos de execução e de outros fatores. Assim, **cabe novamente ressaltar que este valor é apenas indicativo, de modo que o valor total dos ativos da companhia, para efeito do processo de recuperação judicial dependerá fundamentalmente da realização de uma auditoria contábil e patrimonial cuidadosa na VASP, a qual deverá ser realizada durante um processo de *due diligence* rigoroso na empresa.**

4.2 Análise dos passivos

Antes de iniciar uma análise do passivo da VASP para fins do Plano de Recuperação, é preciso determinar o contexto em que este exame se dará e seu escopo.

Com a única finalidade de possibilitar a formulação de uma regra de seleção de fundos que não seja subdimensionada, nem superdimensionada, utilizaremos um número intermediário entre os valores assumidos pela VASP e os valores reclamados pelos seus credores para que a equação possa ser montada de forma flexível e consistente.

É importante observar que não se pretende aqui fazer juízo de valor sobre as divergências, mas somente traçar os cenários que permitam a elaboração de um cálculo inicial para o detalhamento das regras de seleção de modo a comportar, insista-se, certa flexibilidade em relação ao valor final do ativo a ser apurado na auditoria e do passivo total sujeito à recuperação judicial, que será definido nos autos da recuperação, após a decisão das habilitações e impugnações de crédito, o que ainda não ocorreu.

Seguindo nessa linha de abordagem – que difere dos critérios estritamente contábeis – os passivos contingentes da companhia também devem ser contemplados para efeito de uma estimativa conservadora do valor total dos passivos a serem liquidados pela empresa ao longo do processo de recuperação judicial e após o reinício das operações da VASP.

Evidentemente, o levantamento inicial de informações realizado pelos consultores junto à VASP e aqui apresentado não é vinculativo nem desqualifica os dados apresentados nos demonstrativos contábeis da VASP. Ademais, este levantamento preliminar não substitui, de forma alguma, a realização de uma *due diligence* rigorosa nos passivos da VASP, procedimento este que será imprescindível à constituição de qualquer um dos fundos de investimentos aqui propostos no âmbito do Plano de Recuperação.

Segundo o balanço patrimonial da VASP de junho de 2005, os passivos totais da companhia alcançavam R\$ 3,305 bilhões, sendo que o patrimônio líquido da companhia se limitava a R\$ 97 mil.



Balanços Patrimoniais da VASP S.A. de 2004 e jun/2005 - PASSIVO

	2004	Jun/2005
CIRCULANTE		
Empréstimos	142,2	150,8
Fornecedores	231,3	242,5
Taxas, Contribuições e Tarifas	400,2	413,3
Outros ⁽¹⁾	409,3	460,9
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO		
Órgãos Públicos	927,8	953,9
Taxas, Contribuições e Tarifas	731,0	761,7
Debêntures não Conversíveis em ações	107,5	91,2
Provisão para Contingências	50,3	58,1
Outros ⁽²⁾	206,3	173,1
PATRIMÔNIO LÍQUIDO⁽³⁾	80,9	0,1
TOTAL	3.286,8	3.305,0

⁽¹⁾ Inclui "Financiamento de Aeronaves e Turbinas", "Empresas Controladas e Coligadas", "Contas a Pagar", "Debêntures não Conversíveis em ações", "Transportes a Executar", "Provisão para Revisão de Equipamentos de Vôo" e "Provisão para Férias e Encargos".

⁽²⁾ Inclui "Empréstimos", "Financiamento de Aeronaves e Turbinas", "Empresas Controladas e Coligadas", "Fornecedores", "Contas a Pagar" e "Provisão para Revisão de Equipamentos de Vôo".

⁽³⁾ Inclui "Capital Realizado Atualizado", "Reserva de Reavaliação" e "Prejuízos acumulados".

A "Nova Lei de Falências" contempla três grandes classes de credores para efeito do processo de recuperação judicial: trabalhistas, detentores de garantias reais e quirografários. Desta forma, os passivos fiscais e tributários não são considerados para efeito de voto na Assembléia Geral de Credores da companhia, mas os processos e as execuções desta natureza não ficam interrompidos durante o processo de recuperação judicial.

Para se empreender uma análise organizada dos passivos da VASP, este mesmo critério de classificação será utilizado.

Em primeiro lugar, os consultores estimam que os passivos trabalhistas de valores individuais inferiores a 150 salários mínimos somem um total de R\$ 271 milhões. Esses valores serão pagos sem deságio, em razão do incentivo proporcionado pela preferência prevista no artigo 83 da Lei de Falências. As verbas de natureza salarial que excederem 150 salários mínimos também serão integralmente pagas. As verbas de natureza indenizatória que excederem 150 salários mínimos no cálculo agregado com as verbas salariais não terão garantia de pagamento integral. O passivo trabalhista total depende de definição das habilitações de crédito.

Uma segunda classe de credores contemplada na Lei 11.101/05 são os detentores de garantia real. Segundo consta dos autos do pedido de recuperação judicial, os três principais credores nesta classe são: Empresa Brasileira de Infra-estrutura Aeroportuária (INFRAERO), Petrobrás e Aeros Fundo de Previdência Complementar.

De acordo com as informações presentes no balanço patrimonial da VASP, o passivo da companhia junto à Infraero é de R\$ 373,4 milhões em junho de 2005 – sendo R\$ 182,4 milhões referentes a debêntures (estando metade deste valor contabilizado no passivo circulante e a outra metade no passivo de longo prazo) e R\$ 191 milhões associados ao parcelamento negociado entre as partes (o qual se encontra contabilizado na conta "Taxas, Contribuições e Tarifas" no passivo de longo prazo).

Entretanto, a Infraero discorda significativamente dos números apresentados pela VASP. Ela impugnou o valor da dívida apontado pela VASP em sua lista de credores no processo de recuperação judicial. **Segundo o valor apontado pela Infraero no processo de impugnação, a dívida da VASP junto à empresa de infra-estrutura aeroportuária alcançaria R\$ 993,7 milhões.**

Para efeito do exercício aqui proposto, utilizaremos os valores apontados pela VASP mais recentemente e os pleiteados pela Infraero como dois limites distintos no cálculo do passivo total (ou seja, serão criados um limite superior e um inferior).

Lista de credores com garantia real apresentada pela VASP e atualizada após a impugnação de valores pelos credores**

Empresa	Valor Informado pela VASP	Valor Pedido
INFRAERO EMP.BRAS. DE INFRA ESTR. AEROPORTUÁRIA *	190,99	479,24
AEROS - FUNDO DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR	115,10	647,25
PETROBRAS DISTRIBUIDORA S/A	112,85	278,55
BANCO BBA CREDITANSTALT S/A	63,96	63,96
AERUS - INSTITUTO DE SEGURIDADE SOCIAL	50,41	50,41
AIR FRANCE	47,65	48,63
MITSUI & CO., LTD.	22,32	22,32
TOMBO AVIATION INC.	14,46	14,46
ECONOMUS - INSTITUTO DE SEGURIDADE SOCIAL	3,05	3,05
GE MOTOR	3,66	3,66
SITA	6,47	6,47
ORIX AVIATION	0,71	0,71
TOTAL	631,62	1.618,68

Fonte: VASP

* O valor do crédito informado pela Infraero foi dividido proporcionalmente entre quirografário e privilegiado.

** Os valores que não foram questionados pelos credores aparecem constantes nas duas colunas informadas. Entretanto, isso não garante que os credores citados não tenham impugnado os valores propostos pela VASP, mas somente que a companhia não foi informada oficialmente sobre impugnações adicionais.

Segundo a VASP, a dívida da empresa junto à Petrobrás alcança R\$ 112,8 milhões.¹³ Entretanto, segundo a Petrobrás, a dívida da VASP se encontra em um patamar muito superior, alcançando R\$ 278,5 milhões. Este foi o valor que a

¹³ Este mesmo valor consta tanto nos demonstrativos contábeis da companhia, quando dos levantamentos internos mais atualizados da VASP. No Balanço Patrimonial, a dívida junto à Petrobrás esta contabilizada em "Fornecedores", tanto no passivo circulante, como no passivo de longo prazo.

Petrobrás apontou durante o prazo de impugnação da lista de credores apresentada pela VASP no processo de recuperação judicial. Dada a divergência não negligenciável entre os valores acima apresentados, adotaremos critério semelhante ao aplicado no caso dos passivos junto à Infraero para computar a dívida junto à Petrobrás no passivo total da VASP.

A dívida junto ao Aeros, segundo a VASP, é de R\$ 115,1 milhões, de acordo com informações atualizadas e os dados presentes no balanço patrimonial da companhia de junho de 2005. **Este valor difere bastante do montante de R\$ 647,2 milhões pleiteados pelo fundo de pensão** – em liquidação – durante o prazo legal de impugnação dos valores apresentados pela VASP. Novamente, dada a dificuldade em se antecipar o resultado da negociação em andamento entre o Aeros e a VASP¹⁴, ou mesmo a decisão final do Juiz da Recuperação em relação ao valor da dívida da Aeros contra a VASP, decidiu-se pela utilização dos dois valores para efeito de cálculo do valor total do passivo da companhia.

Desta forma, segundo os melhores dados disponíveis no momento, **o valor total das dívidas com garantia real pode variar entre um patamar mínimo de R\$ 631,6 milhões e um máximo de R\$ 1,618 bilhão**, dependendo das fontes utilizadas. O número final será decidido com o julgamento das impugnações de crédito.

Na classe de credores quirografários, por sua vez, a VASP possui um passivo ainda mais elevado. Entre os principais credores quirografários, merecem destaque as seguintes pessoas jurídicas: (1) Infraero, com um valor de R\$ 205 milhões, conforme já mencionado e (2) Banco do Brasil.

A dívida da VASP junto ao Banco do Brasil decorre diretamente da concessão de aval no bojo do processo de renegociação da dívida externa da companhia realizada em conjunto com o governo federal e credores internacionais. **Segundo dados da VASP – confirmados pelo Banco do Brasil – a dívida alcança atualmente o valor de R\$ 439,5 milhões. Este valor está sendo judicialmente contestado pela VASP, uma vez que nele não estão incluídos os benefícios recebidos pelo Governo Federal na renegociação da dívida externa.**

Para que pudesse ser obtida a melhor estimativa possível do valor total do passivo quirografário da VASP, os consultores realizaram um cruzamento entre os valores apresentados pela VASP ao Juiz da recuperação judicial e os valores pleiteados pelos credores durante o período de impugnação da lista de credores informada pela empresa.

¹⁴ A VASP e o Aeros vêm negociando a dívida da primeira junto à segunda desde 2004, segundo documentos apresentados pela VASP.

O resultado deste cruzamento indica que **o valor total do passivo quirografário da VASP pode variar entre R\$ 1,293 bilhões e R\$ 1,682 bilhões**, dependendo da fonte de dados utilizada.¹⁵

Desta forma, a partir da análise dos dados disponibilizados pela VASP e dos valores pleiteados pelos credores da companhia nos autos da recuperação judicial, pode-se concluir que o valor do passivo da VASP somando as três classes de credores contempladas no processo de recuperação judicial pode variar entre um limite inferior de R\$ 2,589 bilhões e um limite superior de R\$ 3,964 bilhões.

Entretanto, conforme já mencionado, o Plano de Recuperação Judicial proposto pelos consultores neste trabalho não se limita a apresentar uma solução financeira para o pagamento dos credores sujeitos ao processo de recuperação. **O plano contempla a manutenção de cotas dos fundos a serem criados sob o controle da VASP, para que esta possa quitar as dívidas fiscais não sujeitas ao processo de recuperação judicial que continuarão a ser cobradas da companhia durante e após o processo de recuperação judicial.**

Em função desta realidade, ganha fundamental importância a definição mais precisa possível dos valores devidos pela VASP em processos previdenciários e fiscais/tributários.

No campo previdenciário (INSS), a dívida da VASP reconhecida no balanço patrimonial de junho de 2005 é de R\$ 423 milhões, o qual coincide com o valor informado ao Juiz responsável pela recuperação judicial da empresa. Entretanto, segundo relatório apresentado à VASP pelo INSS, repassado aos consultores, a soma dos valores iniciais postulados nos processos movidos contra a empresa atualmente em andamento alcança R\$ 735 milhões.

As dívidas de caráter fiscal da VASP são os passivos que possuem maior grau de incerteza e de risco, em virtude dos valores potencialmente elevados em discussão.

Deve-se destacar que muitos dos valores referentes a eventuais execuções fiscais, autos de infração e multas são apenas estimativas de caráter indicativo, sendo possível, portanto, que o valor do passivo fiscal da companhia esteja superestimado.

Segundo estimativa dos consultores, os valores das dívidas fiscais da VASP podem alcançar R\$ 2,680 bilhões, em um cenário conservador (superestimado).

¹⁵ Deve-se destacar que as dívidas da VASP junto ao Tesouro do Estado de São Paulo e ao Tesouro Nacional não foram classificadas como quirografárias, uma vez que os processos judiciais em andamento possuem caráter fiscal.



Total de passivos fiscais/tributários por localidade* (em R\$)

SÃO PAULO	2.286.952.502,75
SALVADOR	51.896.278,08
BELO HORIZONTE	38.411.742,61
GUARULHOS	28.342.152,51
PORTO VELHO	27.410.988,39
CURITIBA	25.861.281,84
BELÉM	23.455.224,55
MANAUS	21.168.496,12
RECIFE	19.464.797,93
FORTALEZA	18.638.372,93
RIO DE JANEIRO	17.096.388,97
PORTO ALEGRE	16.436.775,18
OUTROS	106.749.434,94
TOTAL	2.681.884.436,80

Fonte: VASP

* Não inclui INSS.

Conforme mencionado ao longo deste trabalho, esta primeira estimativa dos valores dos passivos da VASP é apenas indicativa e não impacta o tamanho dos fundos a serem criados ou dos eventuais deságios que os credores da companhia terão que arcar. Estes fatores serão determinados com maior precisão a partir da realização do processo de *due diligence* na empresa, o qual somente ocorrerá após a aprovação do Plano de Recuperação na Assembléia Geral de Credores da VASP.

4.3 Lista dos principais fundos a serem criados

No capítulo 4.1. deste trabalho, foram detalhados os principais ativos da VASP atualmente, considerando não apenas seus valores contábeis, mas, principalmente, seus valores efetivos ou esperados do ponto de vista econômico.

Esta iniciativa foi necessária para direcionar a análise e tornar possível a definição dos principais fundos a serem constituídos após a aprovação do Plano de Recuperação. Desta forma, uma vez avaliadas as diversas classes de ativos disponíveis, **os consultores propõem a estruturação de nove fundos de diferentes naturezas para efeito da novação – e do posterior pagamento - do passivo da VASP.**

Segue abaixo, a listagem dos fundos a serem criados para efeito do pagamento dos passivos da VASP:

- 1) Fundo Imobiliário;
- 2) Fundo de recebíveis de créditos de ICMS;
- 3) Fundo de desinvestimento;
- 4) Fundo de ação judicial – Correios;
- 5) Fundo de ação judicial – Aerus;
- 6) Fundo de ação judicial – Superveniência Passiva;
- 7) Fundo de ação judicial – GPA;
- 8) Fundo de ação judicial – Insuficiência Tarifária;
- 9) Fundo de ação judicial – Outras.

Segundo as **estimativas preliminares** dos consultores apresentadas no capítulo 4.1. a partir de informações disponibilizadas pela VASP, o valor total destes fundos é da ordem de R\$ 4,7 bilhões.

Como mencionado no capítulo em que se avaliou os ativos da companhia, a maior parte dos bens e direitos da VASP são contingentes, ou seja, são ativos associados a uma determinada probabilidade de ocorrência de decisões judiciais favoráveis à companhia.

Do ponto de vista prático, as ações judiciais atualmente em andamento – e objeto da constituição de fundos – possuem probabilidade de êxito distintas.

Desta forma, pode-se afirmar que os recebíveis de créditos de ICMS, os imóveis e os bens a serem desinvestidos são os ativos com maior liquidez no portfólio da VASP atualmente, de modo que os fundos a serem constituídos a partir do seu “lastro” deverão ser direcionados para equacionar o pagamento dos passivos mais prioritários segundo a “Nova Lei de Falências”, como os trabalhistas.



Finalmente, dadas as diferentes naturezas dos ativos a serem utilizados na constituição dos fundos, existe uma combinação de alternativas de estruturas a serem utilizadas. Na próxima seção, serão apresentados os principais tipos de fundos disponíveis no mercado, destacando suas vantagens operacionais e as condições necessárias às suas estruturas.

5. Detalhamento da regra de seleção de fundos pelos credores

Uma vez estruturados pela VASP os nove fundos listados no capítulo anterior, dar-se-á início à novação da dívida da companhia, por meio da transferência de cotas dos fundos a serem constituídos para os credores da VASP em troca da quitação das dívidas atualmente existentes.

Segundo a estrutura proposta, a VASP realizará a novação de todas as suas dívidas sujeitas ao Plano de Recuperação. Conforme mencionado anteriormente, ficarão reservadas à VASP cotas para o pagamento dos passivos tributários e previdenciários que a companhia possui. Uma estimativa mais precisa do valor desses passivos será realizada durante o processo de *due diligence* da companhia.

Para que a novação dos passivos da VASP seja implementada – i.e., as cotas dos fundos sejam trocadas pelo cancelamento das dívidas – deve haver uma regra clara e transparente que determine a alocação dos nove fundos disponibilizados para pagamento do passivo da VASP e a demanda por cotas por parte das diferentes classes de credores.

Dada esta necessidade fundamental e o cenário de incerteza relativa ao valor dos fundos e dos passivos da empresa, os consultores desenvolveram uma metodologia de leilão em lance único, fundamentada em quatro pontos:

- (i) a determinação dos fundos disponíveis para cada grupo de credores tem que ser endógena, com os valores nominais dos limites conhecidos apenas quando a *due diligence* estiver finalizada;
- (ii) os credores trabalhistas, excluindo as verbas indenizatórias que ultrapassarem o valor de 150 s.m. (R\$ 45.000 em valores de hoje) de forma agregada às verbas salariais, terão o pagamento integral do débito garantido;
- (iii) parte das cotas de fundos de ações judiciais onde a VASP é demandante contra União ou o Estado de São Paulo ficarão sob controle da atual VASP para fazer frente a débitos tributários em execução; e
- (iv) grupos de credores e deságios relativos (proporcionais) serão fixados desde já e, uma vez aprovado o plano, permanecem em qualquer cenário de ativos e passivos.

O primeiro aspecto condiciona a alocação possível da carteira dos diferentes grupos ao valor dos ativos e passivos que serão conhecidos futuramente. O segundo ponto garante o compromisso do plano com o pagamento de passivos trabalhistas, da mesma forma que estabelece o benefício desta opção em detrimento da falência. O terceiro ponto propõe uma regra legítima de resolução do problema fiscal da companhia sem que esta se constitua em um entrave ao próprio processo de recuperação judicial.

O quarto ponto é crucial para o entendimento do plano. Este estabelece os parâmetros relativos da alocação de recursos de cada grupo de credores. A discussão central na negociação para aprovação do plano se concentrará no embate acerca dos grupos constituídos e no deságio relativo aceito por cada um desses grupos.

Formalmente, tendo sido constituídos nove fundos, como contempla a presente proposta, a participação potencial de cada grupo de credores nos respectivos fundos será determinada por:

- a) para os credores trabalhistas, excluindo as verbas indenizatórias que ultrapassarem o valor de 150 s.m. de forma agregada às verbas salariais:

$$X_i = C_1 / \sum_{k=1}^3 F_k \quad (1)$$

onde: X_i é a participação nas cotas dos fundos listados sob os números 1, 2, 3 e 7;

C_1 é o valor dos créditos totais reconhecidos desse grupo de credores;

F_k é o valor econômico desses fundos, respectivamente.

- b) para os demais credores dos distintos grupos e Assembléia Geral:

$$X_{ij} = \max[100\% , (A^{1/\alpha} \cdot C_j) \cdot B / F_i] \quad (2)$$

onde: os fundos i disponibilizados excluem a parcela das cotas já comprometidas com os trabalhadores no item (a) e no item (c);

X_{ij} é a participação nas cotas do fundo i que estará potencialmente disponível para o grupo de credores j uma vez definidos os valores dos ativos e passivos da empresa;

C_j é o valor dos créditos totais reconhecidos do grupo de credores j ;

F_k é o valor econômico do fundo i , exceto as parcelas pagas por conta do item (a) ou provisionadas por conta do item (c);

α_j é o coeficiente que determina os deságios médios relativos de cada grupo de credores;

A é o valor médio ajustado que será pago aos credores; e

B é o valor médio ajustado do que será pago aos credores.

Note-se que A será calculado por:

$$A = \min \left(100\% , \frac{\sum_{k=1}^I F_k}{\sum_{k=1}^J \alpha C_k} \right) \quad (3)$$

Ou seja, A é simplesmente o valor econômico médio de pagamentos da VASP após a realização de auditorias e descontados os valores pagos sem deságio aos trabalhadores (vide item a). E B será:

$$B = \min \left(100\% , \frac{\sum_{k=1}^I F_k}{\sum_{k=1}^J (C_k \cdot A^{1/\alpha_k})} \right) \quad (4)$$

Isto é, o valor médio do deságio que será considerado (limitado a 100%) já contempladas as preferências que determinam o deságio relativo médio dado a cada grupo de credor.

c) para os débitos fiscais fora do processo de recuperação judicial:

$$X_i = A \cdot C_{fiscal} / \sum_{k=1}^n F_k \quad (5)$$

onde: X_i é a participação nas cotas dos fundos de ações judiciais contra a União ou o Estado de São Paulo, constituídos e avaliados pelas auditorias independentes;

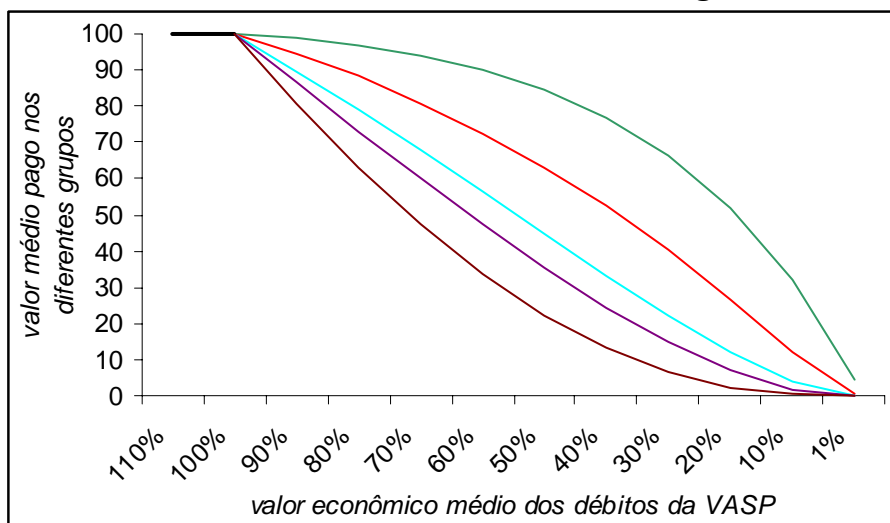
F_k é o valor econômico desses fundos;

C_{fiscal} é o valor dos débitos fiscais reconhecidos da Companhia; e

A é o deságio médio aceito pela empresa, afora os débitos trabalhistas excluindo as verbas indenizatórias que ultrapassem o valor de 150 s.m. de forma agregada às verbas salariais.

Os deságios médios de cada grupo serão determinados por fatores relativos. Digamos, por exemplo, que para todos os quirografários, independentemente de valor, foi atribuído um $\alpha=1$ e que para trabalhistas (acima de 150 salários mínimos, excluindo verbas salariais) e credores com garantia real, um $\alpha=2$, então tem-se que o deságio médio dos quirografários terá uma velocidade de decaimento com relação à uma eventual frustração do patrimônio líquido duas vezes maior aos dos grupos mais privilegiados. O resultado dessa fórmula será uma evolução de pagamentos como sugerida na figura abaixo.

Estrutura Ilustrativa do Plano de Deságios



Elaboração: Tendências Consultoria Integrada.

Para o parâmetro α , vale a restrição de que seu valor deverá ser “normalizado”, isto é, que a soma ponderada dos valores atribuídos à esses parâmetros deverá somar um:

$$\sum_{h=1}^K \alpha_k \cdot C_k = 1$$

Note-se que o fato de que um determinado grupo de credores tenha sua capacidade de compra de ativos limitada a um percentual específico (digamos, até 50% de um determinado fundo, conforme regra estipulada em (2)) não significa que, individualmente, um determinado credor terá limitações à composição da carteira que mais lhe agrada.

Todos os ativos estarão disponíveis em algum grau aos credores, salvo sob expressa decisão deste plano no âmbito do processo de negociação da proposta. A limitação ocorre apenas para a determinação do valor relativo do deságio que será considerado, no momento de liquidação do leilão.

Em síntese, os credores habilitados deverão informar a proporção dos recursos que lhe são devidos que desejam que sejam direcionadas a cada fundo (a carteira escolhida pelo credor). Decidida a escolha, dentro de um prazo determinado que ocorrerá após a determinação final do valor dos ativos e passivos e da estruturação dos fundos, e recebidas todas as escolhas feitas, será feita uma avaliação de oferta e demanda de cada fundo e determinado o ágio ou deságio médio identificado para cada opção. Credores que direcionaram sua escolha para ativos mais concorridos arcarão com um deságio maior, ao passo que aqueles que direcionaram sua escolha para fundos menos concorridos (provavelmente, aqueles de maior risco e menor liquidez) poderão auferir inclusive ágios por conta da operação. Na média dos grupos, obedece-se ao critério de deságios estabelecido pelos fatores de preferência (α) acima mencionados.

A decisão sobre o número de grupos considerados (por ora, segregados apenas por faixas de valor e classes) e a definição dos fatores de preferência (α) usados como parâmetros para a diferenciação dos deságios é preliminar (vide quadro abaixo), construída sob o princípio de custo de oportunidade da falência. Espera-se ao longo do processo de negociação, que os credores identifiquem a distribuição que seja mais adequada para a viabilização do plano.

Grupos de credores e deságios relativos propostos (não normalizado)

Grupos	alfa
1. Trabalhistas, excluindo as verbas indenizatórias que ultrapassem o valor de 150 s.m. de forma agregada às verbas salariais	-
2. Trabalhistas com verbas indenizatórias que ultrapassem o valor de 150 s.m. de forma agregada às verbas salariais	6,0
3. Credores com garantias reais	2,0
4. Quirografários até R\$ 50 mil	2,0
5. Quirografários acima de R\$ 50 mil e até R\$ 100 mil	1,5
6. Quirografários acima de R\$ 100 mil e até R\$ 1 milhão	1,0
7. Quirografários acima de R\$ 1 milhão	0,5

6. Aspectos gerais relativos à constituição de fundos

O plano de recuperação ora apresentado prevê a formação de fundos específicos com ativos da VASP, a serem administrados e gerenciados profissionalmente por terceiros, de forma a maximizar o retorno financeiro dos credores que receberão cotas dos fundos como pagamento dos seus créditos, conforme o sistema já explicado.

A idéia central é que os ativos da VASP constituam o patrimônio de fundos, cujas cotas seriam subscritas pelos credores. Tais fundos seriam geridos por profissionais especializados para garantir o interesse dos credores.

A formatação jurídica desses fundos, de forma a dar maior credibilidade, transparência e segurança ao plano, observará, em regra, as regras previstas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

A definição do tipo jurídico de cada fundo previsto no plano de recuperação será feita em momento posterior, dependendo do ativo envolvido e das normas e exigências da CVM. Assim, os fundos serão dotados de estrutura jurídica compatível com os ativos envolvidos e a regulamentação pertinente da CVM.

Também os prazos de duração e as carências de resgate de cotas, quando possível nos termos da regulamentação, serão previstos especificamente, levando-se em conta a natureza do ativo

Importante ressaltar que a formatação dos fundos, dentro do objetivo do plano ora apresentado, sempre visará proporcionar ao credor-cotista maior liquidez e possibilidade de transferência de suas cotas.

A formatação de cada um dos fundos, insista-se, depende das regras e da aprovação da CVM, que será consultada previamente. A determinação dos fundos apropriados terá consistência com as orientações da própria CVM por ocasião da consulta. Por esta razão, passaremos a expor as modalidades que poderão ser utilizadas nos diversos fundos propostos.

6.1 Características gerais dos fundos a serem constituídos

O Plano de Recuperação Judicial da VASP contempla a constituição de diversos fundos de investimento. O patrimônio desses fundos será composto pelos ativos da VASP, podendo, ainda, ser compostos por ações (participações) de empresas que serão constituídas para esse fim, conforme a natureza desses ativos.

O Plano de Recuperação contempla, a princípio, a constituição dos seguintes tipos de fundos de investimentos: (1) Fundo de Investimento em Direitos Creditórios; (2) Fundo de Investimento Imobiliário; e (3) Fundo de Investimento em Participações.

A seguir, são descritas as principais características de cada um desses fundos, as regras básicas estabelecidas pela CVM para o seu funcionamento e algumas considerações sobre mercado secundário de cotas de fundos de investimento.

As regras de adesão aos fundos, bem como o percentual do fundo destinado a cada classe de credores, serão definidas oportunamente. Os percentuais de cada crédito que o credor destinará a cada fundo serão definidos por cada credor no momento determinado no plano para a troca das cotas.

Os regulamentos dos fundos serão estabelecidos quando de sua constituição. Entretanto, após a distribuição da totalidade de suas cotas, a VASP não terá, em regra, mais qualquer ingerência sobre os fundos e seu regulamento poderá ser alterado pelos detentores das cotas, desde que obedecidas as regras regulamentares e as exigências contidas no próprio regulamento (*quorum*, etc.). Todos os fundos deverão ser registrados na CVM, sendo fiscalizados pela mesma autarquia e obedecendo regulamentação própria.

Note-se que esses regulamentos serão convencionados com a instituição financeira escolhida para administrá-los e geri-los, de modo a maximizar seu retorno econômico, levando-se em consideração a natureza dos ativos que compõem o patrimônio de cada fundo e a natureza dos créditos para os quais as cotas desses fundos serão destinadas a quitar.

Destaque-se que, da forma como o Plano de Recuperação foi concebido, a VASP não terá qualquer poder de gestão, ainda que venha a deter mais de 50% de participação em fundos ou empresas que serão criadas.

6.1.1 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs)

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), também conhecidos como fundos de recebíveis, foram criados por meio da Instrução CVM 356/01, com nova redação dada pela Instrução CVM 393/03. Considera-se como sendo um FIDC a comunhão de recursos que aplica parcela superior a 50% do patrimônio na aquisição de direitos creditórios.

Direitos creditórios são, conforme a Instrução CVM 393/03, direitos e títulos originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como direitos e títulos representativos de créditos de natureza diversa, assim reconhecidos pela CVM. A cessão desses direitos creditórios consiste na transferência pelo cedente, credor originário ou não, de seus direitos creditórios para o cessionário, que, no caso, é um FIDC.

Os FIDCs podem ser fundos abertos ou fechados.

- ✓ em um fundo aberto, o cotista pode solicitar resgates a qualquer momento;

- ✓ em um fundo fechado, as cotas somente são resgatáveis por ocasião do encerramento do fundo ou de cada série ou classe de cotas, conforme prazos e condições previamente estabelecidos, ou ainda por ocasião de sua liquidação antecipada.

De acordo com a legislação em vigor, as aplicações em FIDCs só podem ser feitas por investidores qualificados, ou seja, empresas ou pessoas físicas que possuam investimentos financeiros superiores a R\$ 300 mil e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; instituições financeiras, seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados e administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

Os FIDCs não podem permanecer por mais de 3 meses consecutivos com patrimônio líquido inferior a R\$ 500 mil. Caso isso ocorra, a CVM poderá determinar a liquidação do fundo ou, ainda, exigir sua incorporação a outro FIDC. Em caso de fundos fechados, existe um prazo inicial de 180 dias para a subscrição de todas as cotas, também sob o risco de liquidação antecipada. Este prazo pode ser prorrogado mediante autorização da CVM.

As cotas de um FIDC podem ser divididas em dois tipos distintos:

- ✓ cotas de classe sênior que são aquelas que não se subordinam às demais para fins de amortizações ou resgates;
- ✓ cotas de classes subordinadas que são aquelas que se subordinam às demais para fins de amortizações e resgates. As cotas subordinadas não podem ser resgatadas antes dos resgates das cotas seniores.

As cotas de todos os tipos destinadas à colocação pública devem ser classificadas por agência classificadora de risco em funcionamento no Brasil, devendo esta classificação ser revista trimestralmente.

Os FIDCs, como todas as entidades securitizadoras, devem ser auditados, com revisão anual, por auditores independentes, que devem verificar aspectos como a consistência das demonstrações financeiras, a transferência de recebíveis e o uso dos recursos.

Existe um mercado secundário de cotas de FIDCs. Neste caso, as cotas de fundos fechados colocadas junto a investidores deverão ser registradas para negociação secundária em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, lembrando que as cotas só podem ser adquiridas por investidores qualificados.

O principal risco do FIDC é o default associado aos direitos creditórios. Neste sentido, os tipos de FIDCs são muito heterogêneos no que diz respeito ao risco. Por exemplo, um fundo que tenha grande parte dos direitos creditórios associados ao recebimento de aluguéis, créditos consignados, dentre outros costuma ter nível de risco bastante baixo

diante da boa qualidade dos recebíveis. O investidor não corre riscos associados à empresa originadora dos recebíveis, ou seja, há completa segregação de risco. A idéia básica da segregação de risco aqui é evitar que eventuais passivos já existentes na empresa originadora dos recebíveis (fiscais ou trabalhistas, por exemplo) “contaminem” os fluxos de caixa referentes a bons direitos creditórios.

A operação básica é a seguinte:

1. uma empresa transfere o direito de recebimento de seus créditos para um fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC);
2. esses créditos passam a constituir patrimônio do FIDC e a ser geridos por uma instituição financeira; e
3. a empresa vende cotas desse fundo para terceiros, captando assim recursos.

É importante perceber que o risco que os investidores passam a assumir não é o risco da empresa, mas sim o risco de crédito dos próprios recebíveis.

6.1.2. Fundos de Investimento Imobiliário (FII)

Os Fundos de Investimentos Imobiliário (FII) são regulados pelas Instruções CVM 205 e 206, devendo ser registrados na CVM e por ela fiscalizados.

Os FIIs são formados por grupos de investidores, com o objetivo de aplicar recursos, solidariamente, no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários ou em imóveis prontos. Do patrimônio de um fundo, podem participar um ou mais imóveis, parte de imóveis, direitos a eles relativos etc.

O modelo de FII adotado no Brasil possui as seguintes características:

- ✓ Pode ser constituído de bens e direitos imobiliários, que podem ser utilizados para integralização. Além de imóveis comerciais, poderão compor os fundos imóveis em construção, mas não vendidos, ou imóveis usados;
- ✓ Deve ser, obrigatoriamente, administrado por instituição financeira. De acordo com a Instrução CVM 205, a administração do FII compete, exclusivamente, a bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário e caixas econômicas;
- ✓ O patrimônio do FII não pode ser oferecido em garantia de débito de operação da instituição administradora, assim como não podem ser constituídos quaisquer ônus reais sobre seus imóveis;
- ✓ O fundo não tem personalidade jurídica própria. A instituição financeira torna-se proprietária fiduciária dos bens integrantes do patrimônio, os quais não se comunicam com o patrimônio da instituição;

- ✓ Pelo menos 75% do patrimônio do fundo deve estar aplicado em bens e direitos imobiliários. O saldo em caixa pode ser aplicado em ativos de renda fixa, sendo vedada a aplicação em mercados futuros ou de opções;
- ✓ É um fundo fechado, ou seja, não permite resgate das cotas. O retorno do capital investido se dá através da distribuição de resultados, da venda das cotas ou, quando for o caso, na dissolução do fundo com a venda dos seus ativos e distribuição proporcional do patrimônio aos cotistas;
- ✓ O fundo imobiliário só começará a funcionar quando todas as suas cotas estiverem distribuídas, sendo que, após a colocação primária, as cotas do fundo poderão ser negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão (mercado secundário), ou, ainda, privadamente; e
- ✓ A valorização das cotas do fundo ocorrerá pela valorização dos ativos que constituem o seu lastro, ou por um índice de preços associado ao fundo.

Recentemente, com a entrada em vigor da Lei 11.196/05, os rendimentos dos fundos imobiliários são isentos da alíquota de 20% de Imposto de Renda (IR), o que os torna mais atraentes, do ponto de vista da tributação, do que as aplicações em renda fixa ou renda variável que pagam IR regressivo de 22,5% a 15%. Entretanto, para obter a isenção de IR há alguns pré-requisitos: o fundo precisa ter suas cotas admitidas à negociação exclusivamente em bolsa de valores ou balcão, contar com mais de 50 cotistas, sendo que nenhum dos investidores poderá ter mais de 10% do investimento.

6.1.2. Fundos de Investimento em Participações (FIP)

Os Fundos de Investimento em Participações (FIP), também conhecidos como Fundos de *Private Equity*, são regulados pela Instrução CVM 391/03. Dentre as principais características destes fundos, destaca-se a possibilidade de realização de investimentos em companhias abertas ou fechadas, sem limite de faturamento, sendo que existe a obrigatoriedade de as companhias fechadas adotarem boas práticas de governança corporativa.

De acordo com o artigo 2º da Instrução CVM 391/03, “*O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.*”

E o parágrafo primeiro estabelece que “*Sempre que o fundo decidir aplicar recursos em companhias que estejam, ou possam estar, envolvidas em processo de recuperação e reestruturação, será admitida a integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive*

créditos, desde que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação da sociedade investida e desde que o valor dos mesmos esteja respaldado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada.” (Grifamos)

6.2. A utilização de Fundo de Investimento no âmbito da Recuperação Judicial da VASP

Com a aprovação do Plano de Recuperação pela Assembléia Geral de Credores, sua implementação será realizada através da criação de nove fundos de investimentos, conforme apresentado no capítulo 4.3 deste trabalho.

Conforme já explicitado na introdução deste capítulo, a definição de qual tipo de fundo regerá qual ativo somente será feita em momento posterior, com a orientação e aprovação da CVM. Antes da constituição dos fundos, será necessária a contratação de empresa especializada para realização de auditoria e avaliação dos ativos a incorporar ao fundo.

6.2.1. Ativos Imobiliários

No âmbito da recuperação judicial da VASP, poderá ser constituído um FII, cujo patrimônio será composto por imóveis livres de ônus reais. As cotas desse fundo serão dadas em pagamento a credores como forma de quitação de seus respectivos créditos. O fundo será dissolvido após a venda de todos os imóveis que o comporão, sendo o resultado dessas vendas pago aos detentores das cotas, na proporção de suas participações no fundo.

A implementação desta etapa do Plano de Recuperação Judicial se dará da seguinte forma:

1. A VASP constitui FIIs, cujo patrimônio será integralizado pelos imóveis que são atualmente de propriedade da VASP e que estejam livres de ônus reais;
2. Os FIIs serão administrados por instituição financeira que terá a propriedade fiduciária dos imóveis;
3. Cotas dos FIIs serão oferecidas aos credores da VASP contra a quitação de seus créditos originais perante a VASP;
4. Os credores se tornarão cotistas dos FIIs e receberão os montantes equivalentes às suas participações quando da venda da totalidade dos imóveis que integram o patrimônio de cada FII e a sua conseqüente liquidação.

Conforme mencionado anteriormente, a Instrução da CVM que disciplina o funcionamento dos FIIs não permite o resgate antecipado das cotas, ou seja, os credores que optarem por receber cotas do FII somente receberão os resultados com a venda da totalidade dos ativos que compõe o FII e sua conseqüente dissolução, ou mediante a venda de suas cotas em mercado secundário.

As demais regras do fundo serão fixadas em seu regulamento. Inicialmente, o regulamento do fundo será elaborado pela própria VASP, no momento de sua constituição. Entretanto, uma vez cedidas todas as cotas deste fundo aos respectivos credores, a VASP deixará de ter qualquer gestão no fundo e seu regulamento poderá ser modificado pelos detentores das respectivas cotas.

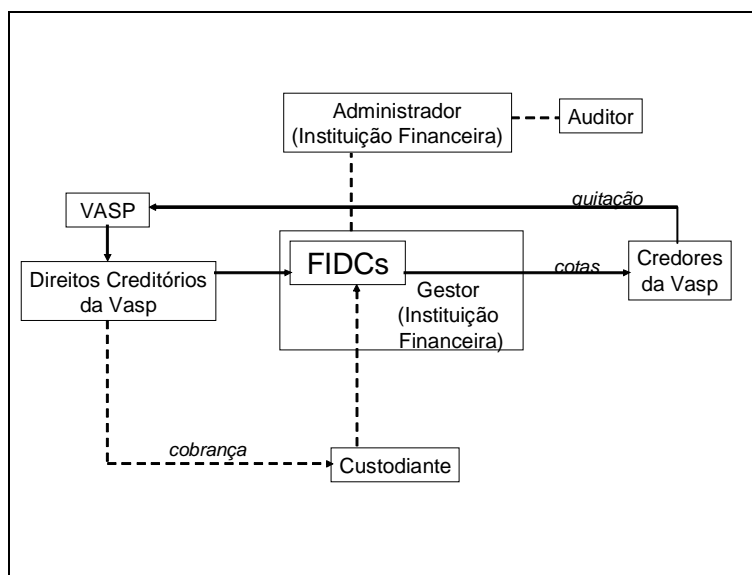
6.2.2 Recebíveis (crédito de ICMS e outros)

A constituição de FIDCs no âmbito da recuperação judicial da VASP se dará da seguinte forma:

1. a VASP constituirá FIDCs;
2. recebíveis da VASP (créditos de ICMS, por exemplo) serão transferidos para os FIDCs e comporão seu patrimônio;
3. esses créditos ficarão custodiados em uma instituição financeira;
4. a administração e gestão dos FIDCs ficará a cargo de instituição financeira;
5. as cotas dos FIDCs serão dadas em pagamento a credores, contra quitação de seus respectivos créditos perante a VASP.

Os credores que aceitarem receber cotas de FIDCs tornar-se-ão detentores do direito de receber os recursos originados pelos créditos anteriormente detidos pela VASP.

O esquema abaixo apresenta a estrutura de FIDCs criados com recebíveis da VASP, no âmbito de sua recuperação judicial.



Neste esquema, a figura do custodiante é de grande importância uma vez que, de acordo com a Instrução CVM 356/01, posteriormente alterada pela Instrução 393/03, ele representa os ‘investidores’ (no caso, os credores da VASP que receberão cotas de FIDCs em pagamento de seus créditos) e deve zelar por seus interesses. Ele é

responsável por receber e analisar documentos relativos aos direitos creditórios oferecidos ao fundo, validar estes créditos de acordo com os critérios de elegibilidade previstos na legislação, realizar liquidação e custódia de ativos, dentre outras atividades.

Serão constituídos FIDCs fechados e abertos, segundo a natureza dos créditos que integrarão o patrimônio de cada fundo, conforme perfil de risco e maturidade desses créditos. Poderá haver distinção entre tipos de cotas (sênior e subordinadas), visando sua destinação aos diferentes perfis de credores.

Assim como nos FIIs, as regras dos FIDCs serão fixadas em seu regulamento. Inicialmente, o regulamento do fundo será elaborado pela própria VASP, no momento de sua constituição. Entretanto, uma vez cedidas todas as cotas deste fundo aos respectivos credores, a VASP deixará de ter qualquer participação no fundo e seu regulamento poderá ser modificado pelos detentores das respectivas cotas.

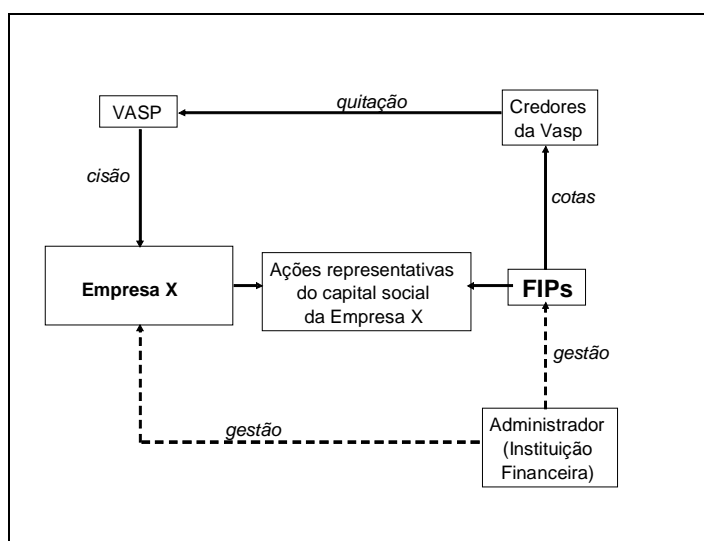
6.2.3 Direitos creditórios potenciais

Esses direitos oriundos de ações judiciais onde a VASP é autora deverão ser disponibilizados aos credores por meio de FIDCS, já explicados acima.

O procedimento para o aproveitamento desses créditos potenciais no âmbito do processo de recuperação judicial poderá, alternativamente, se necessário for, ser feito por meio de FIP, caso autorizado pela CVM. Neste caso, proceder-se-á da seguinte forma:

- 1) as sociedades que sucederão a VASP no direito ao resultado das ações judiciais (no quadro, Empresa X) serão constituídas, como sociedades anônimas de capital fechado, as quais serão cessionárias do referido direito (cedido pela VASP);
- 2) o FIP terá como patrimônio as ações da Empresa X;
- 3) as ações da Empresa X serão integralmente subscritas e integralizadas pelo FIP;
- 4) o FIP será administrado e gerido por instituição financeira;
- 5) as cotas deste FIP serão dadas em pagamento a credores da VASP, contra quitação de seus respectivos crédito; e
- 6) a Empresa X deverá ter um Acordo de Acionistas prevendo que as receitas provenientes das ações judiciais que venham a ser julgadas em seu favor (como sucessora da VASP) sejam capitalizadas, de modo a refletir essa valorização no valor de suas ações que, por sua vez, será refletido no valor das cotas do FIP em poder dos credores.

O esquema abaixo apresenta a estrutura de um FIP da VASP, no âmbito da recuperação judicial.



Essa empresa terá geração de caixa proveniente da consecução do seu objeto social. Vale lembrar que o Fundo incorrerá em despesas de gestão e administração (Instituição Financeira) que deverão ser arcadas pelos seus cotistas, bem como despesas para recuperação dos créditos (Advogados), além das despesas tributárias que deverão ocorrer quando do ingresso dos recursos oriundos das ações julgadas favoravelmente.

Da mesma forma que nos FII e FIDCs, o regulamento do FIP poderá ser modificado pelos credores, após a cessão da totalidade das cotas desses fundos.

6.3. Considerações Finais

O modelo ora proposto comporta alternativas, bem como medidas complementares que possam auxiliar a sua implementação.

É aberta a possibilidade de constituição de cooperativas de credores trabalhistas para receber cotas de determinados fundos, obedecendo-se à regulamentação própria desta figura jurídica, bem como a reunião em outras formas associativas.

Também poderá ocorrer a formação do consórcio entre os fundos a serem constituídos para fins específicos.

Por fim, é bom ressaltar que na hipótese de algum dos fundos previstos não ser constituído por motivos regulatórios, o ativo que seria objeto deste fundo poderá ser incorporado a uma sociedade de propósito específico – SPE -, cujas ações ou cotas seriam distribuídas aos credores, mas cuja administração ficaria a cargo de uma diretoria profissional protegida pelo estatuto e pelo acordo de acionistas.

7. Proposta de cronograma de implementação da recuperação

A apresentação da proposta de Plano de Recuperação da VASP objeto deste trabalho representa apenas a primeira etapa do processo de recuperação judicial que a companhia deverá enfrentar no caso da aprovação pela Assembléia Geral de Credores da proposta elaborada pelos consultores.

Segundo as regras definidas pela Lei 11.101/05, as dívidas trabalhistas contempladas no processo de recuperação judicial devem ser honradas em um prazo máximo de doze meses após a aprovação do Plano de Recuperação pela Assembléia Geral de Credores. Do ponto de vista jurídico, na estrutura proposta pelos consultores, os passivos trabalhistas somente serão liquidados após a transferência de cotas dos diversos fundos a serem criados e selecionados pelos credores desta classe.

Dada esta restrição legal, o cronograma de implementação do Plano de Recuperação deve contemplar o prazo limite de doze meses após a sua aprovação para a estruturação e constituição dos fundos direcionados e selecionados pelos credores trabalhistas.

Uma vez compreendida esta limitação jurídica, os consultores elaboraram uma proposta de cronograma de implementação do Plano de Recuperação, apresentada a seguir.

Proposta de cronograma de implementação do Plano de Recuperação da VASP

2 de dezembro	Apresentação do Plano de Reestruturação Econômica ao Ministério Público do Trabalho
9 de dezembro	Apresentação Final do Plano de Reestruturação Econômica ao Juiz da Recuperação Judicial
Janeiro	Negociação das condições do Plano de Reestruturação junto aos credores da VASP
Janeiro	Reunião do Comitê de Credores para avaliação do Plano de Reestruturação Econômica
Janeiro	Início da operação de serviços de engenharia de manutenção da VASP
Janeiro	Contratação dos serviços de auditoria contábil e patrimonial para realização de <i>due diligence</i>
Janeiro	Contratação de instituição financeira para iniciar a constituição de fundos
Fevereiro	Início da <i>due diligence</i> na VASP
Março	Início da operação de transportes de carga pela VASP
Maio	Conclusão da <i>due diligence</i>
Junho	Anúncio, pelos credores da VASP, dos fundos selecionados dentro do Plano de Reestruturação
Agosto	Estruturação dos primeiros fundos pelas instituições financeiras contratadas pela VASP
Setembro	Início da operação de transporte de passageiros pela VASP
Dezembro	Conclusão do processo de constituição de fundos
Dezembro	Transferência das cotas dos fundos constituídos e liquidação dos passivos quirografários, trabalhistas e privilegiados da VASP

8. Síntese e conclusões

Os consultores (Tendências e Wald) foram contratados pela atual diretoria de intervenção da VASP para elaborar o Plano de Recuperação da companhia, cujos termos são objeto do presente trabalho.

Na elaboração desse plano, os consultores contaram com o apoio da BWAC Administração e Consultoria Aérea, que elaborou o plano operacional, e de Proença Chacur Advogados.

Para que se desenvolvesse uma proposta de reestruturação financeira crível e sustentável em tempo hábil, foi condição *sine qua non* a análise dos ativos e passivos da VASP. Tal investigação evidenciou uma elevada incerteza em relação aos montantes totais de ativos e passivos da companhia do ponto de vista estritamente econômico tanto de curto, quanto de longo prazo. Este componente de incerteza condicionou a elaboração do plano, notadamente da metodologia proposta para a novação do passivo da VASP.

Neste contexto, o plano aqui proposto buscou contemplar as seguintes condições:

- ✓ ser suficientemente flexível para se ajustar a flutuações nos valores estimados dos ativos e passivos – existentes e contingentes – da companhia posteriormente à Assembléia Geral de Credores, dada a incerteza inerente aos valores envolvidos;
- ✓ concentrar a maior parte das iniciativas operacionais de sua implementação (como auditorias, reavaliações dos ativos imobilizados etc) para um momento posterior à sua apresentação à Assembléia Geral de Credores, em virtude do caráter exíguo dos prazos judiciais;
- ✓ ser suficientemente simples para que todos os credores da empresa possam compreender a regra proposta, de modo a evitar assimetria de informação entre os diversos grupos de credores; e
- ✓ garantir uma condição financeira que possibilite um reinício razoavelmente rápido das atividades da VASP, fato este de significativa importância para o bom andamento da negociação junto ao grupo de credores da companhia e para a aprovação do Plano de Recuperação durante a Assembléia Geral de Credores.

A estrutura proposta pelos consultores se divide em dois pilares principais: o segmento não operacional e o operacional.

A estrutura não operacional do Plano de Recuperação se baseia na constituição de **nove fundos** – fechados ou abertos, dependendo da natureza dos ativos específicos que irão compor cada um dos fundos a serem constituídos – compostos por ativos com diferentes graus de liquidez, níveis de risco e prazos de carência, sejam eles:

- 1) Fundo Imobiliário;
- 2) Fundo de recebíveis de créditos de ICMS;
- 3) Fundo de desinvestimento;
- 4) Fundo de ação judicial – Correios;
- 5) Fundo de ação judicial – Aerus;
- 6) Fundo de ação judicial – Superveniência Passiva;
- 7) Fundo de ação judicial – GPA;
- 8) Fundo de ação judicial – Insuficiência Tarifária; e
- 9) Fundo de ação judicial – Outras.

Adicionalmente, o plano prevê a adoção de uma nova concepção de operação para a VASP, a qual deverá ter uma estrutura *low cost/low fare* e iniciar suas operações gradativamente ao longo de 2006, terminando o ano com a retomada de vôos comerciais de passageiros regulares.

Desta forma, segundo o plano proposto, a totalidade dos ativos não operacionais da VASP serão constituídos em fundos e utilizados para o pagamento dos passivos da companhia.

Os fundos em questão serão estruturados por empresas especializadas – instituições financeiras – e deverão possuir administração profissionalizada, segundo as regras determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Desta forma, **os valores dos ativos a serem utilizados na estruturação dos fundos serão definidos de forma precisa por meio da realização de uma *due diligence*, de uma auditoria contábil e patrimonial e de uma reavaliação dos ativos da VASP a ser empreendida após a aprovação do referido plano pela Assembléia Geral de Credores.**

A operacionalização do plano deverá seguir as seguintes etapas. Em um primeiro momento, a totalidade das cotas dos diversos fundos que serão constituídos em caso de aprovação do plano pela Assembléia Geral de Credores pertencerá à VASP, a qual, em um segundo momento, passará a trocar cotas dos diversos fundos por passivos em aberto da VASP junto a seus credores.

Segundo o plano proposto, os credores da VASP habilitados a participar da Assembléia Geral de Credores se defrontarão com um menu de fundos e **poderão optar por trocar** o montante de seus créditos contra a VASP por cotas de diferentes fundos nas proporções que julgarem mais adequadas a partir de regras específicas.

Segundo esta proposta de recuperação, os credores não serão defrontados *a priori* com o percentual de um eventual deságio no valor de seus créditos na Assembléia Geral de Credores. O eventual deságio sobre seus créditos contra a VASP será

determinado endogenamente, a partir da comparação entre (1) a demanda pelas cotas de um determinado fundo, em valor; (2) o tamanho do fundo quando de sua constituição.

Em termos práticos, o seguinte cronograma deverá ser seguido durante a reestruturação econômica da VASP no bojo do seu processo de recuperação judicial:

- Apresentação do Plano de Recuperação, com a regra de participação de cada uma das classes de credores em cada um dos fundos a serem criados;
- Aprovação do Plano de Recuperação proposto;
- Contratação de serviços de auditoria patrimonial e financeira e de serviços de reavaliação de ativos pela VASP;
- Contratação de instituições financeiras para a constituição dos fundos junto à CVM a partir dos resultados da *due diligence* dos ativos realizada na VASP;
- Seleção dos percentuais dos fundos que foram oferecidos ao conjunto dos credores;
- Constituição dos fundos e determinação “automática” do eventual percentual de deságio dos créditos; e
- Transferência, pela VASP, das cotas dos fundos constituídos pelos débitos até então em aberto da VASP junto às classes de credores contempladas pela Lei 11.101/05 - credores trabalhistas, quirografários e portadores de garantias reais.

A regra de conversão (novação) dos passivos da VASP em cotas dos nove fundos a serem constituídos a partir dos ativos totais da companhia obedecerá os seguintes princípios:

- (i) a determinação dos fundos disponíveis para cada grupo de credores tem que ser endógena, com os valores nominais dos limites conhecidos apenas quando a *due diligence* estiver finalizada;
- (ii) os débitos trabalhistas, excluindo-se as verbas indenizatórias que ultrapassarem o valor de 150 s.m. de forma agregada às verbas salariais, terão seu pagamento integral garantido;
- (iii) parte das cotas de fundos de ações judiciais em que a VASP é demandante contra União ou o Estado de São Paulo ficarão sob controle da VASP para fazer frente a débitos fiscais em execução;
- (iv) grupos de credores e deságios relativos (proporcionais) serão fixados desde já e, uma vez aprovado o plano, permanecerão em qualquer cenário de ativos e passivos.

Note-se que o quarto ponto é crucial para o entendimento do plano. Este estabelece os parâmetros relativos da alocação de recursos de cada grupo de credores. A

discussão central na negociação para aprovação do plano se concentrará no embate acerca dos grupos constituídos e no deságio relativo aceito por cada um desses grupos e a proposta dos consultores acerca da constituição inicial desse processo (tanto no que se refere aos grupos como ao parâmetro de diferenciação) constitui um ponto de partida adequado para essa negociação.

Do ponto de vista operacional, a empresa operacional adotará um formato *low cost-low fare*, com foco na geração de caixa. O relatório da BWAC indica que a operação seria viável no atual cenário da aviação, algo corroborado pela análise de demanda efetuada pelos próprios consultores.

Essa viabilidade econômica se dá do ponto de vista operacional. A estrutura proposta neste trabalho pode não impedir que a nova empresa operacional tenha que arcar, eventualmente, com os custos decorrentes de uma decisão desfavorável à companhia nos processos atualmente em andamento na esfera fiscal em que a VASP é ré.

Os custos apontados no relatório da BWAC parecem bastante coerentes face a uma comparação com o *benchmark* do mercado, mas, por isso mesmo, não apontam grandes vantagens da empresa face aos seus atuais rivais. Uma avaliação pormenorizada desses custos, no entanto, poderia melhorar substancialmente o resultado.

Por outro lado, cabe mencionar que a operação encontra uma séria restrição de caixa, ainda que se disponibilizem ativos não operacionais da ordem de R\$ 15 milhões para fazer frente ao caixa inicial da empresa. Uma injeção de capital ou a obtenção de um empréstimo ponte de curto prazo será necessária para viabilizar a operação comercial de passageiros nos seus primeiros meses de vida.

Esta é a nossa proposta.

São Paulo, 06 de dezembro de 2005.

TENDÊNCIAS CONSULTORIA

WALD ASSOCIADOS ADVOGADOS

Mailson da Nóbrega

Arnoldo Wald Filho

Ernesto Moreira Guedes F

Ivo Waisberg

Juan Pérez Ferrés

Karina de Azevedo Lara



Sérgio Conti

Fernando Raymundo Vila Magno

Amarillys Romano

Rachel Fleury



ANEXO I – Lista dos bens imóveis da VASP

Data de Aquisição	Base	Valor de Aquisição (Moeda da Época)	Valor de Aquisição (R\$ Correntes de Nov/05)	Penhora
22/12/92	AJU(Aracaju)	Cr\$ 227500000,00	R\$ 57.182,53	Não
12/02/96	AJU(Aracaju)	R\$ 300000,00	R\$ 595.258,34	Sim
24/08/95	BHZ(Belo Horizonte)	R\$ 2000000,00	R\$ 4.271.911,52	Sim
29/09/94	BEL(Belém)	R\$ 362238,36	R\$ 961.313,10	Não
28/04/67	BEL(Belém)	NCr\$ 8000,00	R\$ 24.550,03	Não
25/04/74	Bela Vista(MT)	CR\$ 30000,00	R\$ 24.871,22	Não
N/D	BSB(Brasília)	N/D	N/A	Sim
N/D	BSB(Brasília)	N/D	N/A	Sim
11/05/78	BSB(Brasília)	Cr\$ 639595,89	R\$ 160.829,41	Sim
11/05/78	BSB(Brasília)	Cr\$ 639595,89	R\$ 160.829,41	Sim
11/05/78	BSB(Brasília)	Cr\$ 639595,89	R\$ 160.829,41	Sim
11/05/78	BSB(Brasília)	Cr\$ 639595,89	R\$ 160.829,41	Sim
N/D	BSB(Brasília)	N/D	N/A	Sim
06/04/89	BSB(Brasília)	N/D	N/A	Não
11/05/78	BSB(Brasília)	Cr\$ 639595,89	R\$ 160.829,41	Sim
11/05/78	BSB(Brasília)	Cr\$ 639595,89	R\$ 160.829,41	Sim
11/05/78	BSB(Brasília)	Cr\$ 639595,89	R\$ 160.829,41	Sim
11/05/78	BSB(Brasília)	Cr\$ 639595,89	R\$ 160.829,41	Sim
20/07/78	BSB(Brasília)	N/D	N/A	Sim
20/07/78	BSB(Brasília)	N/D	N/A	Sim
04/08/64	CGB(Cuiabá)	Cr\$ 2600000,00	R\$ 22.838,70	Não
11/07/69	CMG(Corumbá)	Cr\$ 320000,00	R\$ 621.380,59	Não
01/09/77	CMG(Corumbá)	Cr\$ 310000,00	R\$ 95.787,89	Não
16/03/60	CPV(Campina Grande)	Cr\$ 1500000,00	R\$ 101.279,11	Não
17/08/95	CWB(Curitiba)	NCr\$ 25000,00	R\$ 53.517,81	Sim
10/11/66	FOR(Fortaleza)	NCr\$ 22000,00	R\$ 77,67	Sim
05/10/61	FOR(Fortaleza)	Cr\$ 2000000,00	R\$ 84.681,30	Não
04/08/72	FOR(Fortaleza)	Cr\$ 200000,00	R\$ 227.200,02	Sim
08/10/97	GRU(Guarulhos)	R\$ 340000,00	R\$ 600.125,43	Não
14/05/98	GRU(Guarulhos)	R\$ 2117940,80	R\$ 3.637.277,16	Não
14/01/98	GRU(Guarulhos)	R\$ 475000,00	R\$ 829.330,64	Não
12/01/99	GRU(Guarulhos)	R\$ 20000,00	R\$ 34.367,47	Não
12/01/99	GRU(Guarulhos)	R\$ 20000,00	R\$ 34.367,47	Não
07/03/95	GYN(Goiânia)	R\$ 450000,00	R\$ 1.078.935,32	Sim
02/09/97	GYN(Goiânia)	R\$ 165000,00	R\$ 291.573,24	Não
21/01/97	GYN(Goiânia)	R\$ 80000,00 Avaliado em R\$ 174000,00	R\$ 318.154,13	Sim
22/03/79	GYN(Goiânia)	CR\$ 1127000,00	R\$ 203.891,66	Não
N/D	IOS(Ilhéus)	N/D	N/A	Não há certidão atualizada.
15/01/92	IOS(Ilhéus)	Cr\$ 200000000,00	R\$ 513.458,44	Não foi registrada no cartório de imóveis.
05/05/97	JPA(João Pessoa)	R\$ 195000,00	R\$ 348.347,32	Sim
28/04/98	LDB(Londrina)	R\$ 500000,00	R\$ 860.756,30	Sim
15/05/92	MAO(Manaus)	Cr\$ 4968333,33	R\$ 5.618,81	Sim
07/10/75	MCP(Macapá)	Cr\$ 450000,00	R\$ 257.570,67	Não
19/09/95	MCZ(Maceió)	R\$ 350000,00	R\$ 741.283,92	Sim
13/11/74	MCZ(Maceió)	Cr\$ 200000,00	R\$ 146.390,72	Não



Data de Aquisição	Base	Valor de Aquisição (Moeda da Época)	Valor de Aquisição (R\$ Correntes de Nov/05)	Penhora
04/11/98	MGF(Maringá)	R\$ 80000,00	R\$ 138.152,61	Sim
22/02/65	NAT(Natal)	Cr\$ 4800000,00	R\$ 31.095,61	Não
28/06/61	NAT(Natal)	CR\$ 300000,00	R\$ 14.029,97	Não
08/06/95	POA(Porto Alegre)	R\$ 2000000,00	R\$ 4.479.013,71	Sim
21/03/96	PPY(Pouso Alegre)	R\$ 27750,00	R\$ 54.602,24	Não
04/08/88	PVH(Porto Velho)	CR\$ 7156718,06	R\$ 131.175,13	Não
04/08/88	PVH(Porto Velho)	Cz\$ 7156718,06	R\$ 131.175,13	Não
16/10/95	PVH(Porto Velho)	R\$ 200000,00	R\$ 419.024,41	Não
17/05/63	PVH(Porto Velho)	Cr\$ 200000,00	R\$ 3.870,13	Não
05/09/95	REC(Recife)	R\$ 300000,00	R\$ 638.313,99	Não
05/12/91	RBR(Rio Branco)	Cr\$ 80000000,00	R\$ 274.493,71	Sim
30/01/92	RBR(Rio Branco)	Cr\$ 160000000,00	R\$ 367.391,40	Não
10/05/01	RIO(Rio de Janeiro)	R\$ 210987,00	R\$ 308.293,55	Sim
03/11/48	RIO(Rio de Janeiro)	Cr\$ 3704000,00	R\$ 1.759.542,05	Sim
07/08/95	SAO(São Paulo)	R\$ 425000,00	R\$ 912.698,61	Sim
20/03/47	SAO(São Paulo)	CR\$ 102300,00	R\$ 51.118,93	Não há certidão atualizada.
N/D	SAO(São Paulo)	N/D	N/A	Sim
18/03/68	SAO(São Paulo)	NCR\$ 70000,00	R\$ 180.568,78	Não
30/12/86	SAO(São Paulo)	Cz\$ 295608106,00	R\$ 87.085.760,97	Sim
20/03/69	SAO(São Paulo)	Cr\$ 3800000,00	R\$ 7.958.024,15	Sim
06/07/64	SAO(São Paulo)	NCR\$ 22000,00	R\$ 205,45	Sim
30/09/75	SAO(São Paulo)	Cr\$ 9455,00	R\$ 5.436,22	Não há certidão atualizada.
30/04/63	SAO(São Paulo)	CR\$ 105105,00	R\$ 2.080,15	Não há certidão atualizada.
21/11/97	SAO(São Paulo)	R\$ 500000,00	R\$ 879.987,48	Sim
23/09/98	SAO(São Paulo)	Mat-135845 - R\$ 430000,00	R\$ 742.218,37	Sim
23/09/98	SAO(São Paulo)	Mat-135844 - R\$ 430000,00	R\$ 742.218,37	Sim
16/01/96	SAO(São Paulo)	R\$ 400000,00	R\$ 802.200,56	Sim
16/01/96	SAO(São Paulo)	R\$ 600000,00	R\$ 1.203.300,84	Sim
02/10/97	SJP(S.J. do Rio Preto)	R\$ 12500,00	R\$ 22.073,25	Não
09/08/99	SJP(S. J. do Rio Preto)	R\$ 467000,00	R\$ 764.411,63	Sim
N/D	SLZ(São Luiz)	N/D	N/A	Sim
21/12/62	SLZ(São Luiz)	N/D	N/A	Não
23/02/79	SLZ(São Luiz)	Cr\$ 910000,00	R\$ 172.167,99	Não
09/08/95	SSA(Salvador)	R\$ 280000,00	R\$ 600.925,27	Não
11/05/90	SSA(Salvador)	Cr\$ 70000,00	R\$ 3.110,32	Não
17/11/94	SSA(Salvador)	R\$ 506400,00	R\$ 1.288.523,25	Não há escritura. Pagaram R\$ 253200,00. Aguardando decisão judicial.
31/08/72	SSA(Salvador)	Cr\$ 1195380,00	R\$ 1.337.587,24	Não
N/D	VIX(Vitória)	Cr\$ 900000,00	N/A	Sim
04/08/94	VIX(Vitória)	R\$ 64400,00	R\$ 176.238,91	Sim
04/08/94	VIX(Vitória)	R\$ 107515,64	R\$ 294.230,42	Sim
04/08/94	VIX(Vitória)	Cr\$ 295.668.000,00	R\$ 176.238,91	Sim

ANEXO II - Créditos Fiscais de ICMS da VASP (valores em Reais)

Base	Cálculo até 31/12/1995		Selic 01/96 a 10/05	Crédito Out/05
	Valor Atual	Juros 1% a.m.		
Acre - Rio Branco	751.005,38	417.817,67	1.474.749,26	2.643.572,31
Alagoas - Maceió	1.356.826,82	817.013,44	2.664.400,83	4.838.241,09
Amazonas - Manaus	6.915.493,03	3.653.843,40	13.579.953,66	24.149.290,09
Amapá - Macapá	601.486,05	314.470,66	1.181.138,16	2.097.094,87
Bahia - Salvador	9.427.121,08	4.858.821,21	18.512.037,66	32.797.979,95
Ceará - Fortaleza	5.689.271,53	3.113.705,74	11.172.022,50	19.974.999,77
Brasília - Brasília	11.709.969,58	6.391.908,54	22.994.867,26	41.096.745,38
Espirito Santo - Vitória	2.145.428,83	1.257.339,22	4.212.978,59	7.615.746,64
Goiás - Goiânia	3.449.801,45	1.870.450,22	6.774.375,11	12.094.626,78
Maranhão - São Luiz	3.070.290,65	1.554.291,30	6.029.129,75	10.653.711,70
Minas Gerais - Belo Horizonte	8.850.699,32	4.522.922,87	17.380.118,25	30.753.740,44
Mato Grosso do Sul - Campo Grande	4.657.882,03	2.471.969,85	9.146.682,94	16.276.534,82
Mato Grosso - Cuiabá	3.308.574,49	1.832.039,36	6.497.047,73	11.637.661,58
Pará - Belém	5.080.607,57	2.709.036,83	9.976.789,09	17.766.433,49
Paraíba - João Pessoa	1.115.344,27	562.266,50	2.190.201,54	3.867.812,31
Pernambuco - Recife	4.811.349,59	2.761.634,47	9.448.047,19	17.021.031,25
Piauí - Teresina	3.161.240,61	1.361.456,22	6.207.728,19	10.730.425,02
Paraná - Curitiba	4.721.479,01	2.513.164,06	9.271.568,33	16.506.211,40
Rio de Janeiro - Rio de Janeiro	21.226.149,86	11.070.342,94	41.681.790,48	73.978.283,28
Rio Grande do Norte - Natal	2.249.750,16	997.010,44	4.417.834,39	7.664.594,99
Rondônia - Porto Velho	10.152.530,53	3.767.506,41	19.936.524,20	33.856.561,14
Rio Grande do Sul - Porto Alegre	4.657.816,42	2.334.980,21	9.146.554,10	16.139.350,73
Santa Catarina - Florianópolis	717.788,21	391.759,43	1.409.520,71	2.519.068,35
Sergipe - Aracajú	1.318.735,59	612.123,08	2.589.601,08	4.520.459,75
São Paulo - São Paulo	29.795.495,60	16.554.440,02	58.509.414,71	104.859.350,33
Total	150.942.137,66	78.712.314,09	296.405.075,72	526.059.527,47

Fonte: VASP