

# O Tribunal de Contas e as privatizações

## Um enfoque na avaliação econômico-financeira de estatais

*\* Osmar Carvalho Guedes*

*\* M<sup>a</sup> Luciene Cartaxo Fernandes*

*\* Antônio Roberto Melo Ferreira*

### APRESENTAÇÃO DO TEMA

**D**iante das transformações rápidas e radicais por que passa o mundo nas últimas décadas, e nos vários aspectos da realidade humana, não se poderia esperar que o Estado, seu papel, tamanho, conceito e estrutura ficassem imunes aos novos ventos.

Nesse contexto de mudanças, o Brasil, ainda em fase de consolidação de sua reforma política implementada na década de 80, já era levado de roldão a pensar e proceder a sua reforma administrativa, destacando-se, sobretudo, a redução da atuação estatal em determinadas atividades, deixando para a iniciativa privada uma participação mais efetiva na prestação de serviços de interesse coletivo.

Essas reduções de atuação e tamanho do Estado não implicam que as necessidades sociais estão sendo diminuídas, pelo contrário, mas tão-somente que a prestação dos serviços, antes executada pelo Estado, está sendo delegada pelo poder estatal à iniciativa privada.

A esta altura há de se perguntar: até onde vai essa redução do tamanho do Estado, e o que fica para atuação dos órgãos de controle externo?

Diferentemente do que muitos possam pensar, essas reformas não representam, de modo algum, o esvaziamento das atribuições dos Tribunais de Contas. Ao contrário, partindo da participação mais efetiva da iniciativa privada nas atividades do Estado e do fortalecimento da cidadania assegurado na Constituição Federal de 1988, e com o crescimento das demandas sociais e surgimento de novas espécies na Administração Pública, a exemplo das Agências Reguladoras e Organizações Sociais, haverá, ao invés de uma retração, uma am-

pliação das funções e atribuições dos Tribunais de Contas. Até porque a sociabilidade é um fenômeno intrínseco à natureza humana, e se assim o é, o interesse público jamais deixará de existir. E onde houver o interesse público, aí estará o Controle Externo.

Assim, diante dessa nova realidade que se impõe, e tendo em vista a necessidade do controle de demandas afeitas aos processos de privatização de estatais, os Tribunais de Contas vêm aperfeiçoando seus procedimentos e análises e atuando em todas as fases do processo.

Abordaremos neste trabalho mais especificamente a avaliação econômico-financeira das estatais privatizáveis, analisando os métodos usualmente utilizados.

Ao longo deste trabalho faremos algumas sugestões visando ao aprimoramento das avaliações tendo em vista a garantia do cumprimento dos princípios constitucionais da legalidade, legitimidade e economicidade, balizados pelo interesse público.

### A TAREFA DOS TRIBUNAIS DE CONTAS

Nesse contexto de reforma do Estado são as privatizações as vedetes do processo, e a novidade de atuação do Controle Externo.

Até porque, segundo diversos especialistas, a experiência brasileira representa hoje o maior programa de privatização do mundo, elevando o grau de exigência da sociedade em relação aos órgãos de controle.

É de grande amplitude o espectro de atuação dos TCs na privatização de uma estatal, haja vista a complexidade de atos que a envolvem. Em função

dessa amplitude e complexidade, além dos relevantes aspectos econômicos em jogo, depreende-se que sob a perspectiva do controle o papel dos Tribunais se reveste de suma importância como resposta aos anseios da sociedade, que espera eficiência em tão significativa tarefa para a qual é fundamental a pronta e célere atuação fiscalizadora.

Além do imediato, necessário e adequado aparelhamento técnico de que precisam os técnicos dos Tribunais para aferição econômica de uma estatal, é de relevante importância num processo de privatização o zeloso cuidado que devem ter as Cortes de Contas para avaliar se foi atendido o interesse público no melhor de seu enfoque.

O Programa Nacional de Desestatização não surgiu de forma calma e pacífica no seio da sociedade brasileira, mas diante de calorosas discussões em seus vários segmentos, e vários interesses estiveram em disputa, tanto no que diz respeito ao programa como um todo, como em cada estatal privatizada. Assim, se faz destacar a chamada de atenção para o interesse público.

Nesse diapasão – interesse público – Celso Antônio Bandeira de Mello chama a atenção para dois aspectos; o primário, que é o interesse público propriamente dito, e do secundário, que representa a vontade de uma entidade estatal. Haverá não raras ocasiões em que esses interesses serão diferentes, implicando a necessidade de se estabelecer uma hierarquia entre eles.

Diz Celso Antônio: “Na hierarquia dos interesses, porém, o primário há de prevalecer sobre os demais, sob pena de subversão da ordem jurídica”.

Em “O Papel do TCU na Reforma do Estado”, palestra proferida pelo ministro Bento Bugarin em seminário sobre desestatização, em Brasília, aos 27/4/99, acerca dessa chamada de atenção de Celso Antônio sobre a privatização de uma estatal, quando houver divergência entre interesse primário e secundário, afirma: “O alerta não é sem razão, pois ainda que os resultados sejam alcançados e mesmo que se revistam de aparente legalidade e economicidade, podem representar uma afronta aos direitos do cidadão, por desatender ao interesse público.

Os criteriosos cuidados que se impõem aos TCs nas análises de processos de privatização não devem, por outro lado, permitir que o controle dê ocasião a retardamento de programas de governo, o

que vai exigir esforços extras de seus técnicos e que as auditorias sejam feitas em curtos intervalos de tempo e apreciadas com certa urgência pelo colegiado.

Dessa forma, o papel reservado aos TCs na reforma desestatizante vai exigir uma preocupação ativa com o aprimoramento de sua estrutura e de seus técnicos para que a dinâmica de sua história apresente perfil evolutivo e para que as respostas esperadas pela sociedade cheguem em tempo hábil de que precisa para o cumprimento de seu papel institucional.

## ESTÁGIOS DA FISCALIZAÇÃO PELOS TRIBUNAIS DE CONTAS

Para o efetivo exercício do controle em face da privatização de uma estatal, onde as faculdades de vigilância, orientação e correção sobre a conduta funcional do poder privatizante fazem-se imperativas e abrangentes, e com vistas à garantia dos direitos do cidadão e à defesa do interesse público, os Tribunais de Contas, invocando o seu poder regulamentar, vêm estabelecendo, mediante instrução normativa, estágios de apreciação dos processos, fixando para cada um deles a documentação a ser encaminhada e os prazos a serem cumpridos, inclusive para análise pelos Tribunais.

No âmbito do TCU seu ordenamento normativo (Instrução Normativa Nº 27/98) prevê, para efeitos de fiscalização de um processo de desestatização, 5 (cinco) estágios, que vão desde as razões e fundamentação legal da proposta até o relatório sobre a fixação do preço mínimo, a saber:

### I – Primeiro Estágio

– Razões e fundamentação legal da proposta de privatização;

– Recibo de depósito das ações a que se refere o §2º, do artigo 9º, da lei nº 9497/97;

– Mandato que outorga poderes específicos ao gestor;

– Edital de licitação para Contratação dos Serviços de Consultoria referidos no art. 31 do Decreto nº 2594/98

### II – Segundo Estágio

– Processo Licitatório para contratação de

serviços de consultoria, incluindo os respectivos contratos

- Processo Licitatório para contratação de serviços de auditoria mencionados no art.21 do Decreto nº 2594/98, incluindo o respectivo contrato

- Processos Licitatórios para contratação de serviços especializados.

### III – Terceiro Estágio

- Relatórios de serviços de avaliação econômico-financeira e de montagem e execução do processo de privatização

- Relatório do terceiro avaliador no art. 31 do Decreto nº 2594/98.

### IV – Quarto Estágio

- Relatório sobre saneamento financeiro da empresa.

- Relatório sobre investimentos ou inversões financeiras realizadas na empresa por órgãos ou entidades públicas ou sobre controle governamental.

- Relatório sobre renúncia de direitos contra entidade privada ou pessoa física.

- Proposta e ato de fixação do preço mínimo de venda, acompanhados das respectivas justificativas.

- Cópia de ata da assembléia de acionistas que aprovou o preço mínimo de venda.

- Edital de privatização.

### V – Quinto Estágio

- Relatório contendo preço final de venda, prazos, condições e moedas de privatização utilizadas para liquidação financeira de operação.

- Parecer dos auditores independentes e relatório da análise e avaliação da operação em relação à observância dos dispositivos legais pertinentes, igualdade de tratamento dispensado aos concorrentes e regularidade dos procedimentos na fase de qualificação dos candidatos.

O art. 3º da supracitada instrução estabelece prazos para que o órgão responsável pela execução e acompanhamento da privatização encaminhe ao TCU a documentação descrita nos cinco estágios.

Com prazos de remessa de documentos fixados em função da data do leilão, os relatórios de avaliação econômico-financeira e de montagem e execução do processo de privatização podem ser analisados pelo TCU pelo menos com 60 (sessenta) dias de antecedência em relação à data do leilão.

Para ampliar a quantidade de dados e informações, os Tribunais de Contas podem e devem, simultânea e paralelamente aos procedimentos elencados nestes estágios, realizar auditorias e inspeções nas empresas em vias de privatização, permitindo o acesso a informações essenciais, inclusive quanto àquelas à disposição em “data-room”.

## AValiação Econômico-Financeira

O elenco dos itens que compõem os estágios da normatização do TCU aponta para a grande complexidade de atos que envolvem um processo de privatização de empresas estatais. Dentre todos esses atos ressalta-se como de suma importância a avaliação econômico-financeira, fundamental dentro do processo.

Essa avaliação econômico-financeira é tão significativa que o governo federal exige a necessidade de sua realização por duas consultorias, necessitando-se de uma terceira quando a diferença de valor entre as duas primeiras for superior a 20%.

A complexidade para se definir o valor de uma estatal reside no fato de não se estar avaliando um bem qualquer simplesmente pelo custo de suas instalações. A empresa é um patrimônio dinâmico representado por bens, tangíveis e intangíveis, direitos e obrigações. A avaliação de uma estatal privatizável passa por sua capacidade de gerar caixa. O somatório de todos os itens integrantes de seu ativo patrimonial, se analisado isoladamente, poderá não representar o valor potencial do patrimônio. Aqui o todo não é igual, porém maior que a soma de suas partes. O seu valor está na razão direta da geração futura de caixa.

O valor econômico de uma empresa vai depender não somente de fatores objetivos, mas também subjetivos, circunstanciais, variáveis no tempo; não somente dos valores intrínsecos ao patrimônio da empresa, como também fatores extrínsecos, da economia nacional e até dos aspectos globais, a exemplo da alteração do sistema de banda cambial em 13.1.99 e os incrementos das taxas de juros americanas, determinadas pelo presidente do Federal Reserve, Alan Greenspan, capazes de provocar alterações no valor de empresas em qualquer lugar do mundo.

Assim, para dar expressão monetária a uma empresa estatal privatizável recorrem os consultores avaliadores aos métodos mais freqüentemente utilizados, os quais estão de alguma forma atrelados à condição de geração de caixa de uma empresa.

Os métodos universalmente aceitos para avaliação de empresas são em número de três: O Método do Valor Presente no Fluxo de Caixa Livre Descontado, Método dos Múltiplos de Mercado e o Método das Transações Similares.

Procuraremos definir cada um desses métodos, suas características, validade e os cuidados que deverão ter os Tribunais de Contas na análise dos relatórios de avaliação das consultoras contratadas.

### **Método do Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre Descontado (VPFCLD)**

Este é tido por muitos como o melhor método, universalmente aceito e utilizado para avaliação de empresas. De fato o seu conceito é bastante simples. Se o valor de uma empresa, como anteriormente nos referimos, reside na sua capacidade de geração futura de caixa, seu valor será aquele que, com base em premissas adotadas, corresponde aos fluxos de caixas futuros a serem obtidos no decorrer da concessão licitada, descontados para o momento presente mediante a utilização de taxas de retorno esperadas para o investimento. Estas projeções serão feitas a partir de um balanço de partida auditado, onde os valores do fluxo serão descontados por uma taxa que reflita o custo de oportunidade dos investidores estrangeiros.

Quando um investidor dispõe de um certo capital  $C$  e está disposto a investi-lo por um período de tempo  $n$ , a uma taxa de remuneração fixa de  $i\%$ , o montante  $M_n$  no final do período referido será dado pela expressão matemática:  $M_n = C(1 + i)^n$ .

Para o fluxo de caixa a compreensão passa pela mesma estrutura de raciocínio, só que de forma inversa. Se uma empresa tem uma geração de caixa futuro de  $M$  apurado em seu balanço anual, a uma taxa de  $i\%$  a.a., o seu valor presente  $C$  para cada período de  $n$  anos será expresso pela fórmula matemática:  $C = M / (1 + i)^n$ .

Como se vê, o raciocínio da metodologia é de óbvia simplicidade. Onde estaria, então, a tão

decantada complexidade do método? Nas premissas para determinação dos resultados futuros e os conseqüentes fluxos de caixa. São as premissas que fazem toda a diferença, onde a subjetividade e os exercícios especulativos estão presentes, o que faz com que dois ou mais avaliadores, partindo da mesma base de dados, cheguem a valores com significativas discrepâncias. A abrangência desse método fica adstrita aos resultados operacionais do empreendimento. No caso da empresa ter ativos não operacionais ou financeiros, estes deverão ser considerados à parte.

Antes de adentrarmos os procedimentos de cálculos de valores propriamente ditos e projetarmos valores futuros, faz-se necessária uma análise retrospectiva da empresa, considerando-se os seus dados passados disponíveis, sobretudo aqueles relacionados com a fundação da sociedade e seu histórico, sua estrutura societária, controle, acordos de acionistas, unidades de produção de bens ou serviços, administração, recursos humanos, processo produtivo, parque industrial, ativos não operacionais, tecnologia, propriedade industrial, estratégia comercial, concorrência, balanço patrimonial, demonstrativos de resultados de exercícios, origens e aplicações de recursos, capital circulante líquido, índices financeiros, contratos celebrados, processos administrativos e judiciais e demais demandas que possam afetar o valor de uma empresa.

De posse e conhecimento dos dados dos tópicos acima elencados, precisaríamos definir o horizonte a projetar (o prazo de concessão da estatal privatizável) para podermos desenvolver as projeções dos resultados esperados no futuro.

Além disso, necessárias se fazem as reformulações estratégicas onde se buscarão definições para o futuro, a saber: a estratégia mercadológica, produção e serviços, receitas a serem obtidas, estrutura de custos, despesas e tributos, necessidade de investimentos fixos, necessidade de capital de giro adicional, recursos disponíveis, empréstimos, tributos.

Diversas variáveis e fatores de risco a que está sujeito um empreendimento deverão ser considerados para simulações em diversos cenários para posterior concretização das definições acima referidas; a exemplo dos volumes de venda, variação dos preços dos produtos e dos custos, expansão, recessão e liquidez econômica, evolução do mercado, avalia-

ção da qualidade da gestão atual, mudanças na tributação, alterações na política salarial e previdenciária, expectativa das taxas de juros e inflação, expectativa de insucessos em litígios, entre outros.

De posse dos elementos fornecidos e definidos pela análise retrospectiva da empresa, pela análise prospectiva, onde o horizonte a projetar ficou estabelecido, pelas formulações estratégicas e consideração dos vários fatores de risco e as diversas variáveis que influenciam um empreendimento, resta-nos realizar os cálculos financeiros necessários para chegarmos ao demonstrativo do resultado de cada ano no prazo projetado, com a indicação do lucro líquido do exercício.

Com o resultado líquido do exercício e realizados os ajustes financeiros necessários (adição da depreciação do imobilizado e amortização do diferido e subtração dos investimentos fixos e capital de giro adicional) estaria pronto o demonstrativo do fluxo de caixa; restando apenas a definição da taxa de desconto para trazer a valores presentes esses fluxos projetados.

Relativamente à taxa de desconto ( $i$ ) a ser utilizada nesse cálculo, queremos lembrar o seu caráter subjetivo, porque ela refere-se à taxa de retorno que um investidor pretende obter no investimento.

O difícil aqui é estabelecer qual o critério adequado para avaliação dessa taxa.

Um critério muito utilizado na determinação da taxa de desconto é o do Custo Médio Ponderado do Capital – CMPC ou na versão inglesa, Weighted Average Cost of Capital – WACC, que analisa o custo de oportunidade das diversas classes de recursos postos à disposição da empresa, ou seja, o custo dos capitais próprios e custo dos capitais de terceiros, daí extraíndo-se o custo médio ponderado. A eficiência do critério reside no fato de se encontrar embutido na taxa de remuneração o risco do empreendimento.

O Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC) pode ser calculado pela fórmula:

$CMPC = Re(E/(D+E)) + Rd(D/(D+E))$ , onde:

Re = rentabilidade exigida para os capitais próprios

Rd = custo médio de capital de terceiros

D = capital de terceiro

E = capital próprio

Levando-se em conta o ajuste do Imposto de Renda (IR) mais contribuições sociais, a fórmula

passa a ter a seguinte expressão:  $CMPC = Re(E/(D+E))(1 - IR) + Rd(D/(D+E))$ .

Para calcular a Re (rentabilidade exigida para os capitais próprios) deve ser tomada uma taxa de retorno sem risco somada a um prêmio de risco inerente ao mercado acionário no qual se insere a empresa, multiplicado pelo nível de risco  $\beta$  específico da empresa em relação a este mercado.

Para o cálculo do Rd (custo médio de capital de terceiros) toma-se o nível corrente das taxas de juros mais os riscos de inadimplência e os benefícios fiscais associados aos empréstimos.

Assim, com o demonstrativo do fluxo de caixa já definido e calculada a taxa de desconto, pode-se, através da já mencionada fórmula matemática  $C = M/(1+i)^n$  ou com a nomenclatura adaptada  $VPFCLDn = FCn/(1+i)^n$ , chegar ao valor presente dos valores do fluxo de caixa projetado para o final de cada exercício do horizonte planejado.

Descontadas à taxa fixada, ao valor presente do fluxo de caixa será adicionado o valor da perpetuidade ou valor residual, que é o valor da empresa a partir do final do período projetado, adotando-se uma taxa de crescimento anual constante, calculado pela fórmula:

$$VPFCPerpétuo = (FCn/i) / (1+i)^n.$$

O valor corporativo final da empresa será a soma das projeções mais o valor residual e mais ou menos os ajustes ativos, passivos e contingências a serem previstos por auditorias especiais.

## Avaliações Relativas

Além do método do valor presente do fluxo de caixa livre descontado, cujo cálculo leva em conta praticamente os dados pertinentes e exclusivos da empresa em análise, há outros dois métodos que, além de considerar os dados da empresa em avaliação, compara essas empresas com outras similares cujos valores já são conhecidos no mercado.

Essas avaliações relativas normalmente servem para se obter uma visão sistêmica, comparada, que permite situar o valor da empresa dentro de intervalos aceitáveis, com base em parâmetros de mercado, e são efetuados usualmente para validar os resultados projetivos dos fluxos de caixa descontados.

Nestas avaliações, através da análise de em-

presas comparáveis previamente selecionadas dentro dos padrões de similaridade adotadas, são calculados múltiplos financeiros, que indiquem o valor da empresa medido pelo seu desempenho financeiro e operacional na data da avaliação.

Como aos Tribunais de Contas cabe verificar se os preços de aquisição e alienação de bens públicos estão dentro dos valores médios praticados no mercado, estes métodos são particularmente importantes para sua análise.

Um valor econômico mínimo de uma empresa, fixado por projeções contábeis e econômicas do fluxo descontado é um valor isolado cuja adequação àqueles praticados no mercado é imprescindivelmente necessário analisar.

Apresentamos a seguir os dois métodos de avaliações relativas aplicados na avaliação de empresas.

#### • Método dos Múltiplos de Mercado

Esta metodologia usa a análise de empresas cotadas comparáveis e de transações envolvendo a aquisição de empresas similares àquela que está sendo avaliada. O valor da empresa será estimado por comparação do seu desempenho financeiro e operacional com o desempenho de empresas do mesmo setor consideradas comparáveis e cotadas em Bolsas de Valores. Esta abordagem permite obter uma visão sistêmica das perspectivas financeiras, institucionais e de varejo, e as comparações devem ser feitas com empresas que apresentem área de negócios, estrutura de capital e perspectivas de crescimento similares às da empresa avaliada. É necessário selecionar as empresas comparáveis e depois as medidas quantitativas de comparação chamadas múltiplos de mercado.

Neste método o valor base para o cálculo dos múltiplos é o valor bursátil da empresa definida por:

EV (Enterprise Value, Valor Patrimonial) = Valor de Mercado acrescido da dívida financeira e deduzidos os ativos líquidos.

Os principais múltiplos usados para companhias cotadas comparáveis são:

EV/Fornecimento – Múltiplo de Mercado aferido a partir de unidades de produtos, mer-

cadorias e serviços fornecidos.

EV/Clientes – Múltiplo de Mercado aferido a partir da clientela da empresa.

EV/Receita – Múltiplo de Mercado aferido a partir do faturamento líquido da empresa.

EV/Patrimônio – Múltiplo de Mercado aferido a partir do patrimônio líquido contábil da empresa.

EV/EBITDA – Múltiplo de Mercado aferido a partir do multiplicador do resultado antes dos juros, impostos e depreciação.

Observa-se que, como o valor das empresas tomado por cotação nas bolsas de valores depende do volume transacionado, da liquidez e de fatores especulativos, este método representa menos fidedignamente o valor real de mercado do que o método das Transações Similares a seguir descrito.

#### • Método de Transações Similares

Neste método o valor base para o cálculo dos múltiplos é o preço de mercado de 100% da empresa na data em que ocorreu o leilão de privatização.

Este valor incorpora o prêmio pela aquisição do controle que é um plus de valia a ser pago pelo investidor estratégico para se incorporar a um mercado pré-estabelecido e em pleno funcionamento com conseqüente rentabilidade.

Este ágio que pode ser patrimonial (preço mínimo acima do valor patrimonial da ação) ou comercial (preço pago na alienação acima do valor do preço mínimo) só é refletido por este método, o que o torna o mais representativo do real valor do mercado das corporações.

Por ele pode-se verificar se o preço mínimo fixado esteve dentro da média das privatizações anteriores e se respeita a devida proporcionalidade entre o porte, o percentual de capital acionário transferido e a rentabilidade das empresas congêneres similares anteriormente privatizadas.

Por ele, pode-se, ainda, concluir sobre o preço final de arrematação, indicando se esteve abaixo ou acima do valor de mercado, embora o mesmo dependa da conjuntura econômica e diretamente da competitividade dos leilões.

Para exemplificar a utilidade da avaliação relativa pelo método das transações similares no processo decisório de fixação do preço mínimo, tomemos o caso da privatização da energética cearense, COELCE, em 1998.

Como se trata de uma empresa distribuidora de energia, os parâmetros comparáveis das transações similares serão a capacidade de energia fornecida (Mwh/ano), o número de Clientes atendidos e sua Receita Operacional Líquida (ROL).

De posse de um preço mínimo fixado por

fluxo de caixa descontado em R\$ 776 milhões, e ciente das privatizações anteriores de três outras empresas nordestinas congêneres, de significativa similaridade no ano anterior (1997), quais sejam: a COELBA (Bahia), a COSERN (Rio Grande do Norte) e a ENERGIPE (Sergipe), como analisar se este valor mínimo estaria dentro da média de mercado praticada?

Para tal análise, elaboramos a tabela abaixo onde os valores comparáveis encontram-se destacados:

**Tabela I**

VALORES ECONÔMICOS MÍNIMOS FIXADOS NAS PRIVATIZAÇÕES DAS ENERGÉTICAS NORDESTINAS (COELBA, COSERN E ENERGIPE) EM R\$ CORRIGIDOS PELO IGP-M.

Empresa	Valor econômico mínimo para 100% da empresa	R\$/Mwh	R\$/cliente	R\$/ROL
COELBA	1.911.392.000,00	236	766	2,85
COSERN	554.986.200,00	252	939	2,76
ENERGIPE	337.861.800,00	202	954	2,66
Média do NE	—	230	886	2,76
COELCE	1.591.000.000,00	334	1139	3,49
% sobre a média do NE	—	+45,2%	+28,6%	+26,4%

Logo, o valor econômico mínimo fixado estaria acima da média praticada em pelo menos 26,4%, não havendo risco de subavaliação.

Após o leilão, ciente de que os investidores

estratégicos pagaram R\$ 987.000.000,00 como analisar se o valor pago (que incluiu ágio comercial de 27,2% sobre o mínimo fixado) esteve dentro da média das privatizações anteriores da região Nordeste?

**Tabela II**

VALORES PAGOS NAS PRIVATIZAÇÕES DAS ENERGÉTICAS NORDESTINAS (COELBA, COSERN E ENERGIPE) EM R\$ CORRIGIDOS PELO IGP-M.

Empresa	Valor pago para 100% da empresa	R\$/Mwh	R\$/cliente	R\$/receita líquida
COELBA	3.127.218.430,00	386	1253	4,66
COSERN	859.383.442,00	390	1454	4,28
ENERGIPE	659.824.074,00	394	1864	5,20
Média do NE	—	390	1524	4,71
COELCE	1.991.865.275,00	418	1426	4,37
% sobre a média do NE	—	+7,2%	-6,4%	-7,2%

Logo, o valor econômico pago pelos investidores estratégicos na privatização da COELCE foi aproximadamente igual à média das privatizações anteriores, embora o ágio comercial tenha sido menor devido à fixação do preço mínimo mais conservador.

A análise por múltiplos de transações similares não apenas assegura que o preço mínimo não está subavaliado, mas pode também indicar uma sobreavaliação.

Por exemplo, no caso da fixação do preço mínimo da energética paraibana, SAELPA (1998), os múltiplos foram:

R\$/Mwh	-	462,00
R\$/Cliente	-	1267,00
nte	-	0
R\$/ROL	-	4,92

Logo, se compararmos esses números com a média fixada para as similares nordestinas na Tabela I, o preço mínimo ficará o dobro da média praticada no mercado regional estando até mais alto do que os valores pagos com ágio (Tabela II)

A consequência foi a frustração do leilão por ausência de interessados, tendo sido adiado desde então.

É importante na escolha da amostra, para maior similaridade das transações de privatizações comparadas, que se utilize o mercado regional (amostra estratificada), pois o crescimento do mercado regional, às vezes, como no caso do Nordeste, é superior à média nacional.

Também as transações consideradas devem ser as mais recentes possíveis, aproximando as similaridades.

Observa-se que a análise dos múltiplos calculados na Tabela II (que refletiram o quanto o investidor se dispõe a pagar) conjugada a análise dos múltiplos da Tabela I (que refletiram os preços mínimos fixados) é um forte instrumento de decisão para indicar se o preço projetado pelo fluxo de caixa descontado é válido para o mercado e mais ou menos conservador em relação aos leilões similares anteriores.

Além dos três supracitados métodos de avaliação de empresas, existem alguns outros que são utilizados comparativamente para se avaliar um investimento, a exemplo do "Pay-back", que leva em

consideração o período de retorno do investimento, o Método da Taxa Média de Retorno Contábil, que consiste em determinar o quociente entre o lucro líquido projetado (depois dos tributos e depreciação) e o valor contábil médio do investimento por toda a sua vida útil. O método "Book Value", que parte do valor do patrimônio líquido registrado em contabilidade (o qual corre o risco de nem sempre estarem contabilizados na sociedade os reais valores dos bens intangíveis como marcas, patentes, fundo de comércio, etc.), entre outros.

## Comentários

Feitas essas conceituações dos métodos de avaliação econômico-financeira de empresa, chamaremos a atenção para os cuidados que devem ter os TCs nas considerações dos mesmos em sua utilização na análise dos preços mínimos fixados em leilão.

Dentre os métodos mencionados, o que se destaca como o mais universalmente aceito, por contemplar em seus cálculos uma enorme gama de variantes e aspectos influenciadores do valor de uma empresa, é o do valor presente do fluxo de caixa livre descontado. Sua estrutura de raciocínio e cálculo é técnica, matemática e academicamente correta e lógica, resistindo ao criticismo quanto a esse aspecto.

E é por essa razão que o Decreto Federal Nº 2594/98, que dispõe sobre o Programa Nacional de Desestatização, estabelece em seu art. 30, parágrafo terceiro, que o valor econômico a ser considerado para uma empresa privatizável será aquele calculado a partir do seu fluxo de caixa.

A despeito do seu caráter eminentemente técnico, este método não fica imune a aspectos, também, eminentemente subjetivos. Embora não aleatória, por depender de exercícios futuristas de expectativas, a avaliação se torna subjetiva.

Para a determinação do valor de uma empresa pelo método em apreço, há duas etapas primordiais: a fixação do balanço de partida e, a partir deste, o cálculo do valor presente do fluxo de caixa através da fórmula matemática que relaciona valor presente com valor futuro a uma taxa de juros compostos.

Os aspectos subjetivos do método residem nas premissas que suportam seus cálculos, desde os balanços de partida e suas projeções até as taxas de desconto.

Dentre tantos outros aspectos a considerar como premissas, citamos a substituição do gestor público pelo privado na projeção do real potencial de geração da lucratividade do empreendimento e as estimativas das contingências ativas e passivas (trabalhistas, fiscais, contratuais, ambientais, litigiosas, etc.) que devem ajustar o fluxo de caixa.

O caráter aberto dos exercícios prospectivos que pressupõem o método, como a estratégia mercadológica, receitas a serem obtidas, estrutura de custos, despesas, necessidades de investimento fixo e capital de giro adicional, empréstimos, tributos, volumes de venda, variações do preço dos produtos e dos custos, alterações na política salarial e previdenciária, expectativa das taxas de juros e de inflação, entre diversas outras variáveis e fatores de risco, são componentes que influenciam a definição do fluxo de caixa projetado.

À parte essas variantes influenciadoras da definição do balanço de partida, entra em cena outro parâmetro de cálculo também algo eminentemente subjetivo: a taxa de retorno que um investidor pretende obter no investimento, a nossa taxa de desconto.

Por essas e outras razões, partindo-se de uma mesma base de dados de uma empresa, os exercícios prospectivos em função de tantas variáveis podem levar os técnicos avaliadores, pelo método do fluxo de caixa, aos mais variados valores, o que vai exigir uma checagem de suas conclusões com utilização de outros métodos.

Para ilustrar a discrepância de valores estimados por esse método, apresentaremos dois exemplos ocorridos recentemente. O primeiro diz respeito à Companhia Energética do Rio Grande do Norte – COSERN. Privatizada em 18/12/97, o fluxo de caixa elaborado pela consultora avaliadora da empresa previu um lucro para o exercício de 1998 de R\$10 milhões. No fechamento do exercício a empresa demonstrou um lucro de R\$86 milhões.

A outra diz respeito à Energética Pernambuco – CELPE. O Governo do Estado exigiu 3 (três) avaliações para a estatal. Uma a ser elaborada pela própria empresa, e outras duas por empresas consultoras contratadas através de licitação.

Na perspectiva de um dos consórcios a projeção do lucro líquido da CELPE para o exercício de 1999 foi de R\$39,1 milhões. Para o outro consórcio, esse lucro previsto para o mesmo exercício foi de R\$ 71 milhões. Enquanto que para os técnicos da CELPE esse valor seria de R\$ 46,3 milhões. Veja-se que entre a projeção de uma e de outra consultoria houve discrepância de 88%. Destaque-se que essas três projeções foram elaboradas no quarto trimestre/99, onde já se dispunham de dados concretos dos três primeiros trimestres.

Quanto à sensibilidade da taxa de desconto, citaremos o exemplo do técnico José Rubens Cafareli, que, em matéria publicada na revista do Tribunal de contas do Paraná, trimestre out/dez/99, mostrou que para o mesmo resultado de caixa apurado, fazendo-se variar a taxa com pequenos incrementos, o valor presente da empresa sofre significativas alterações.

No exemplo apresentado a uma taxa de desconto de 15% sua empresa foi avaliada em R\$2,635bi. Para uma taxa de 17%, em R\$2,266bi, e para 20%, em R\$1,161bi. Como se vê, para uma variação de 5% na taxa (20% – 15%) houve uma variação de R\$0,774bi (R\$2,635bi – R\$1,161bi), correspondendo a diferença a um percentual de 29,4%.

Isto posto, a avaliação de uma empresa não deve ficar adstrita ao presente método, é necessário comparar os valores com aqueles resultantes de outros métodos. Reconhecem os analistas que entre os preços projetados e valores de mercado, os últimos prevalecem e, portanto, o valor aferido pelo método do fluxo de caixa descontado apenas posicionaria pontualmente o valor da empresa dentro do intervalo determinado pela análise dos múltiplos de Transações Similares, e nunca automaticamente sem observar o valor de mercado.

Genericamente, após tão complexas avaliações projetadas, os preços mínimos fixados nas privatizações de numerosas estatais brasileiras foram sucessivamente negados pelos investidores, que pagaram ágios elevados, reconhecendo o potencial das empresas não devidamente considerado. São exemplos algumas estatais energéticas: a ELEKTRO, arrematada com ágio de 98,90%; a ENERGIPE, com 96,06% de ágio; a ENERSUL, com 83,80%; a CNNDE, com 82,62%; a COELBA, com 77,38%; a COSERN, com 73,64%; a CPFL com

70,00%; a CERJ com 30,27%; a COELCE com 27,21%; e a CEMAT, com 21,00%, entre outras.

Quanto à competitividade dos leilões, ainda

com base nas privatizações do setor de energia, observamos o seguinte comportamento dos investidores estratégicos nos leilões já realizados:

Empresa	Ano	Ágio Comercial	Observação
ESCELSA	1995	11,78%	Leilão Aberto
LIGHT	1996	ZERO	Leilão Aberto
COELBA	1997	77,38%	Envelope Fechado
AES SUL	1997	93,60%	Envelope Fechado
RGE	1997	82,62%	Envelope Fechado
CPFL	1997	70,00%	Envelope Fechado
ENERSUL	1997	83,80%	Envelope Fechado
CEMAT	1997	21,00%	Envelope Fechado
CONSERN	1997	73,64%	Envelope Fechado
ENERGIPE	1997	96,06%	Envelope Fechado
COELCE	1998	27,21%	Envelope Fechado
METROPOLITANA	1998	ZERO	Envelope Fechado
CELPA	1998	ZERO	Envelope Fechado
ELEKTRO	1998	98,90%	Envelope Fechado
BANDEIRANTE	1998	ZERO	Envelope Fechado
CELPE	2000	ZERO	Envelope Fechado

Verifica-se que nos leilões de envelope fechado a competição em 1997 era bastante alta, com os investidores disputando a entrada no mercado e a conjuntura econômica mais favorável. A partir de 1998, com os CORE BUSINESS já formados, começou a ocorrer com maior frequência a arrematação pelo preço mínimo fixado, demonstrando a necessidade de avaliação cada vez mais conservadora destes valores mínimos, e a maior utilidade da análise relativa por múltiplos de transações similares.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante de tamanha complexidade na avaliação de empresas estatais privatizáveis e não menor responsabilidade no cumprimento de seu papel institucional quando o que está em jogo é o interesse público, os Tribunais de Contas deverão proceder à avaliação econômico-financeira de forma independente e prévia à dos consultores contratados, antecipando-se à fixação oficial do preço mínimo. Isto permitirá que as divergências sejam discutidas.

Uma vez fixado o preço mínimo, sua alteração refletirá sempre numa redução de credibilidade da avaliação e interferirá diretamente no processo, podendo afetar o interesse dos investidores estratégicos.

Para isso serão necessárias algumas medidas imprescindíveis, condição *"sine qua non"* para o sucesso da empreitada pelos Tribunais de Contas, a saber:

- usar do poder regulamentar e estabelecer, mediante instrução normativa, a obrigação de remessa ao Tribunal da documentação necessária e a definição de prazos a serem cumpridos pelo órgão privatizante.

- garantir a seus técnicos acesso irrestrito a toda documentação, inclusive àquela colocada no "data room", como já acontece com o TCU.

- aparelhar seus técnicos com cursos de aperfeiçoamento e atualização na avaliação de empresas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BUGARIN, Bento José. **Desestatização: Fiscalização pelos Tribunais de Contas.** Revista do Tribunal de Contas de Pernambuco/98
- BUGARIN, Bento José. **O Papel do TCU na Reforma do Estado.** Palestra proferida no TCU por ocasião de Seminário sobre desestatização. Abril/99, Brasília/DF.
- CAFARELI, José Rubens. **Desestatização: Etapas, Técnicas de Avaliação e Riscos do Investimento.** Revista do Tribunal de Contas do Paraná, nº 132, out/dez, 1999
- GUEDES, Osmar Carvalho e FERREIRA, Antônio Roberto Melo. **Relatório Preliminar de Acompanhamento do Processo de Privatização da Companhia Energética do Estado de Pernambuco – CELPE.** Outubro/99
- SANTOS, Homero dos. **O Papel dos Tribunais de Contas na Defesa do Patrimônio Público.** Palestra proferida no TC/Piauí. Outubro/95. Teresina/PI
- \* Osmar Carvalho Guedes*  
*Bacharel em Ciências Contábeis e*  
*Engenheiro Civil pela UFPE*  
*Auditor das Contas Públicas do TCE-PE*
- \* Maria Luciene Cartaxo Fernandes*  
*Bacharela em Ciências Contábeis pela UFPE*  
*Auditora das Contas Públicas do TCE-PE*
- \* Antônio Roberto de Melo Ferreira*  
*Engenheiro Civil pela UFPE*  
*Técnico de Auditoria das Contas Públicas*  
*do TCE-PE*