



Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas

(FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Curso de Graduação em Ciências Contábeis

André Jacintho dos Santos

Título:

Métodos de avaliação de empresas (*valuation*) utilizados nas fiscalizações das privatizações pelo Tribunal de Contas da União (TCU)

Brasília - DF

2020

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Sérgio Antônio Andrade de Freitas
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas**

Professor Doutor Paulo César de Melo Mendes
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias

Professor Doutor Alex Laquis Resende
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Mestre Elivânio Geraldo de Andrade
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

André Jacintho dos Santos

Métodos de avaliação de empresas (*valuation*) utilizados nas fiscalizações das privatizações pelo Tribunal de Contas da União (TCU)

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Mercado Financeiro

Área: Finanças

Orientador: Sérgio Ricardo Miranda Nazaré

Brasília - DF

2020

Jm

Jacinto dos Santos, André

Métodos de avaliação de empresas (valuation) utilizados nas fiscalizações das privatizações pelo Tribunal de Contas da União (TCU) / André Jacinto dos Santos; orientador Sérgio Ricardo Miranda Nazaré. -- Brasília, 2020.
33 p.

Monografia (Graduação - Graduação em Ciências Contábeis) - Universidade de Brasília, 2020.

1. Valuation. 2. Empresas estatais. 3. Privatização. 4. Fiscalização. 5. TCU. I. Ricardo Miranda Nazaré, Sérgio, orient. II. Título.

ANDRÉ JACINTHO DOS SANTOS

Métodos de avaliação de empresas (*valuation*) utilizados nas fiscalizações das privatizações pelo Tribunal de Contas da União (TCU)

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, sob a orientação da Prof. Dr. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré

Aprovado em 23 de outubro de 2020.

Prof. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Professor - Orientador

Prof. Dr. José Humberto da Cruz Cunha
Professor - Examinador

Brasília - DF, outubro de 2020.

*”A única maneira de sair da ‘Corrida dos Ratos’
é provar sua proficiência tanto na contabilidade
quanto no investimento, que são dois dos
assuntos mais difíceis de dominar.”*

*(Sharon Lechter – Coautora de Pai rico, pai
pobre)*

RESUMO

Tendo em vista que a avaliação de empresas estatais a serem privatizadas é uma das etapas fundamentais na determinação do potencial volume de recursos a serem arrecadados pelo governo e que um adequado processo de avaliação contribui para a maximização de aproveitamento do patrimônio público, pesquisa-se sobre a aplicação de métodos de avaliação de empresas (*valuation*) nas fiscalizações das privatizações pelo Tribunal de Contas da União (TCU), com o objetivo de identificar a aplicação do *valuation* nas estatais nos processos de fiscalização dessas desestatizações no âmbito do respectivo Programa Nacional do Governo Federal. Para tanto, é necessário mostrar o que a literatura de finanças fala sobre o tema avaliação de empresas, descrever as normas e conceitos aplicados ao processo de privatização no Brasil e explicar como está prevista a fiscalização das privatizações pelo TCU atualmente. Realiza-se, então, uma pesquisa qualitativa, hipotético-dedutiva, utilizando-se pesquisa bibliográfica e análise documental, bem como um estudo de caso a partir das fiscalizações realizadas pelo TCU. Diante disso, verifica-se que nas avaliações econômico-financeira são utilizados diversos métodos além do fluxo de caixa descontado e as equipes técnicas do TCU apreciam os laudos das consultorias contratadas não somente pelos seus aspectos formais, mas atuando de forma proativa sobre os procedimentos de estabelecimento de preço mínimo de alienação da estatal, o que impõe a constatação de que há a possibilidade jurídica e técnica de utilização dos diversos métodos de *valuation* pelo TCU na fiscalização das próximas privatizações.

Palavras-chave: *Valuation*. Empresas estatais. Privatização. Fiscalização. TCU.

ABSTRACT

Bearing in mind that the evaluation of state-owned companies to be privatized is one of the fundamental steps to determine the potential volume of funds to be collected by the government and that an adequate process of valuation contribute to maximize the use of public assets, the application of methods of company valuation (valuation) in the inspections of privatizations by the Brazilian Court of Audit (TCU) is researched, in order to identify the application of valuation in the systems of inspection processes of these privatizations under the National Federal Government Program. Therefore, it is necessary to show what the finance literature talks about company valuation, describe how norms and concepts that can be apply in the privatization process in Brazil and explain how it is subject to the privatization inspection by TCU today. Then, carry out a qualitative and hypothetical-deductive research, using bibliographic research and documentary analysis, as well as a case study based on the inspections carried out by TCU. Therefore, it is verified that the various methods of economic-financial is used in addition to the cash flow and the TCU teams analyze the report of the hired consultants beyond their formal aspects, but acting proactively on the procedures for establishing the minimum selling price of the state company, what imposes a finding that there is a legal and technical possibility of using various valuation methods by TCU in the inspection of the next privatizations.

Keywords: Valuation. State-owned companies. Privatization. Oversight. TCU.

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1 – Lista de privatizações fiscalizadas

Tabela 2 – Metodologias de *valuation*

Tabela 3 – Abordagens de *valuation*

Gráfico 1 – Abordagens de *valuation*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	11
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	13
2.1 O que a literatura fala sobre avaliação de empresas	13
2.2 Normas e conceitos aplicados à privatização.....	17
2.3 Fiscalização das privatizações pelo TCU	19
3 METODOLOGIA.....	21
3.1 Amostra.....	22
3.2 Definição das variáveis	22
3.3 Modelos e tratamento dos dados.....	23
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	23
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	28
REFERÊNCIAS	29

1. Introdução

A avaliação de empresas pode ser conceituada como o processo que busca estabelecer um valor justo de venda na qual, para o comprador, o foco é encontrar o montante monetário máximo que ele estará disposto a pagar e, para o vendedor, o valor mínimo que ele estará propenso a aceitar do comprador para efetivar a alienação, conforme se depreende da leitura de autores consagrados sobre o tema que serão mencionados ao longo deste trabalho.

Quando o objeto da venda é uma empresa estatal, dá-se o nome de Privatização cujo processo está contido em um conceito mais amplo que se denomina Desestatização.

Essa desestatização é tratada no Programa Nacional de Desestatização (PND) que foi criado pela Lei nº 8.031/1990, revogada pela Lei nº 9.491/1997 que alterou os procedimentos do PND sendo regulamentada posteriormente pelo Decreto nº 2.594/1998 que, dentre outros dispositivos, normatizou: objetivos, objeto, conceitos, procedimentos de desestatização etc.

De acordo com o referido Decreto, em seu art. 5º, considera-se desestatização:

I - a alienação, pela União, de direitos que lhe assegurem, diretamente ou através de outras controladas, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade;

II - a transferência, para a iniciativa privada, da execução de serviços públicos explorados pela União, diretamente ou através de entidades controladas, bem como daqueles de sua responsabilidade.

Conforme entendimento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES (2020), o primeiro inciso acima se refere à Privatização que é a “venda de empresa estatal, com passagem do controle sobre os ativos à iniciativa privada em definitivo”. Já o segundo inciso, diz respeito à Concessão que é a “transferência da prestação de serviço público à iniciativa privada por prazo determinado”. Este trabalho é centrado no objeto do inciso I, ou seja, nas privatizações de empresas estatais.

No Brasil, é da competência do Tribunal de Contas da União (TCU) fiscalizar os processos de desestatização pela Administração Pública Federal incluídos no PND, de acordo com o disposto no art. 2º, c/c artigo 18, VIII da Lei nº 9.491/1997, e no Programa de Parcerias de Investimentos (PPI), conforme prescrito nos artigos 5º e 6º da Lei nº 13.334/2016, compreendendo a privatização de empresas.

Atualmente é a Instrução Normativa – TCU nº 81, de 20 de junho de 2018, que dispõe sobre a fiscalização dos processos de privatização por parte dessa Corte de Contas.

As principais privatizações brasileiras ocorreram na última década do século XX. Podem ser citados como exemplos: a Usiminas em 1991; a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) em 1993; a Embraer em 1994; a Companhia Vale do Rio Doce em 1997; o Banco do Estado de São Paulo S/A (BANESPA) em 2000. Essas privatizações movimentaram cifras bilionárias, conforme matéria da Época Negócios Online em abril de 2019.

O tema privatização voltou a estar em voga em razão de o Governo do Presidente Jair Bolsonaro (2019-2022) anunciar a intenção de desestatizar uma série de empresas, algumas emblemáticas, tais como: Correios; Eletrobrás; Serviço Federal de Processamento de Dados (Serpro), Casa da Moeda; etc. cuja previsão era de que o Governo arrecadasse R\$ 150 bilhões com a venda de 300 ativos em 2020, conforme disse o Secretário Especial de Desestatização, Desenvolvimento e Mercados em entrevista ao UOL em dezembro de 2019.

Um dos aspectos mais relevantes no contexto das privatizações é o valor de venda das estatais, ou seja, a sua avaliação, também conhecida por seu termo em inglês: *valuation*. No levantamento bibliográfico realizado, foram encontrados trabalhos centrados especialmente nas privatizações ocorridas na década de 1990, provavelmente pelas razões expostas no parágrafo anterior.

Além da consulta aos livros de autores especialistas, para citar os conceitos basilares a respeito do tema, realizou-se um levantamento bibliográfico de artigos científicos, de dissertações de mestrado e teses de doutorado.

Diante do exposto, este trabalho pretende investigar a seguinte questão: qual é a aplicabilidade dos métodos de avaliação de empresas (*valuation*) na fiscalização das próximas privatizações pelo TCU?

O objetivo principal desse trabalho é a partir dos processos e métodos de avaliação identificados no referencial teórico, estudar a aplicação dessas metodologias e processos na fiscalização das privatizações no âmbito do Programa Nacional de Desestatização do Governo Federal, pelo TCU.

Para se alcançar o objetivo central, este trabalho possui como objetivos específicos: i) mostrar o que a literatura de finanças fala sobre o tema avaliação de empresas; ii) descrever as normas e conceitos aplicados ao processo de privatização no Brasil e; iii) explicar como está prevista a fiscalização das privatizações pelo TCU atualmente.

Tendo como base a questão investigada, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa: os métodos de avaliação de empresas são aplicáveis pelas equipes técnicas do TCU na fiscalização das próximas privatizações anunciadas pelo Governo Federal, levando-se em consideração as particularidades envolvidas no *valuation* de empresas estatais.

Ao se desenvolver este trabalho, espera-se contribuir com a efetividade e economicidade dos processos de avaliação de empresas estatais a serem privatizadas, pois um adequado processo dessa natureza se reflete em um recebimento congruente de recursos pelo governo nas privatizações eventualmente levadas à efeito. Agindo assim, resguarda-se o patrimônio público de uma venda ruínosa e dano ao Erário.

O diferencial deste trabalho é que ele se concentra na avaliação de empresas estatais para fins de privatização. Os métodos de *valuation* foram criados para se mensurar, em termos monetários, o valor de empresas, mas não, especificamente, de empresas em que o Estado é o proprietário. Estas empresas possuem peculiaridades em relação às empresas privadas.

Corroborando com a relevância deste trabalho, vale lembrar que a utilização de recursos privados é de responsabilidade preponderante dos particulares, por outro lado, o uso de recursos públicos é objeto inerente de prestação de contas à sociedade em uma democracia, área na qual o TCU desempenha papel fundamental. Desse modo, o tema estudado afeta a vida de todos os brasileiros, conforme se infere do estudo da Constituição Federal de 1988, na Seção que trata da fiscalização contábil, financeira e orçamentária, em seus artigos 70 a 75 (BRASIL, 1988).

Expandindo a visão, a importância deste escopo de estudo das privatizações se revela em várias vertentes específicas para as partes interessadas essenciais do mercado e da academia, tais como empresários, governo e pesquisadores, detalhados nas alíneas abaixo, inclusive conforme previsto nos objetivos constantes do art. 1º da Lei 9.491/1997 (Lei do PND), dentre elas:

a) para os empresários, de acordo com o inciso I, pois “as privatizações devem reordenar a posição estratégica do Estado na economia, visando transferir à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público”;

b) para o governo, com base no inciso II, pois as privatizações devem “contribuir para a reestruturação econômica do setor público, especialmente através da melhoria do perfil e da redução da dívida pública líquida” e, pelo inciso V, “permitir que a Administração Pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais”;

c) para credores, pois, conforme o inciso IV, através da concessão de crédito, as privatizações devem “contribuir para a reestruturação econômica do setor privado, especialmente para a modernização da infraestrutura e do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia”;

d) para investidores, pois as privatizações devem “permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada” (inciso III) e “contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas” que forem privatizadas (inciso VI);

e) pesquisadores e professores de contabilidade, economia e administração, pois permite-se

ampliar os pontos de vista acadêmicos de *valuation* na área específica de avaliação de empresas, quais sejam, as estatais.

Ressalta-se que este trabalho não visa entrar no mérito de decisões políticas sobre quais estatais devem ser privatizadas, ou seja, não se discute se determinada empresa é ou não necessária aos imperativos da segurança nacional ou se serve a relevante interesse coletivo, conforme previsto no art. 173 da Constituição Federal que restringe a exploração direta de atividade econômica pelo Estado somente nessas duas circunstâncias.

Ou seja, a inclusão de uma estatal no PND é dada como uma premissa posta e que a atuação do TCU pode se dar em fases posteriores à referida decisão política do Presidente da República.

Além da introdução, este trabalho está dividido da seguinte maneira: no capítulo 2, apresenta-se o Referencial Teórico em que são citados trabalhos e normas relacionados ao tema; no capítulo 3, é exposto o Método da Pesquisa que foi desenvolvida de forma explicativa, qualitativa, hipotético-dedutiva, utilizando-se de procedimentos bibliográficos, documental e de estudo de caso; no capítulo 4, exibe-se a Análise dos Resultados e; no capítulo 5, intitulado de Considerações Finais, são retomados de forma breve: o objetivo do trabalho, os procedimentos metodológicos realizados e os principais resultados, descrevendo as conclusões atingidas a partir das apurações constatadas, além de mencionar as limitações da pesquisa, contribuições e sugestões para outros estudos relacionados ao tema deste trabalho.

2. Referencial Teórico

Primeiramente, quando o assunto é avaliação de empresas, faz-se necessário abordar criticamente os conceitos de preço e de valor que muitas vezes se confundem. Segundo o dicionário Houaiss (2001, p. 353), preço é a “quantia a ser paga por algo” e valor é “medida de importância; utilidade...” (HOUAISS, 2001, p. 450).

Percebe-se, dessa forma, um maior grau de objetividade no conceito de preço, pois ele reflete um número fixo estabelecido. Já o valor traduz-se em algo mais subjetivo, pois o que é caro para uma pessoa, pode ser barato para outra, ou seja, ele varia conforme a utilidade e necessidade para cada indivíduo específico. Em outras palavras, preço é o que se desembolsa de dinheiro para se adquirir um produto ou serviço, já valor é o benefício pessoal de quem comprou para si.

Feitas essas considerações iniciais, passa-se a seguir a citar algumas obras que exploram a teoria de base que fundamenta os elementos-chave do tema e as principais normas brasileiras afetas ao problema de pesquisa deste Trabalho de Conclusão de Curso (TCC).

2.1 O que a literatura fala sobre avaliação de empresas

Diversos autores vêm estudando e propondo metodologias de avaliação para se apurar um valor ou faixa de valores que os proprietários de uma empresa podem obter em um processo de negociação de venda e compra do empreendimento.

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002), a abordagem sobre avaliação de empresas se baseia no princípio de que o preço de cada ação deve ser tal que a taxa de retorno (dividendos mais ganhos de capital por unidade monetária investida) em cada ação será a mesma no mercado ao longo de um dado intervalo de tempo. Esse princípio tem sua origem no método desenvolvido pelos professores Merton Miller e Franco Modigliani (Prêmios Nobel, em seu artigo de 1961 publicado no *Journal of Business* e intitulado “*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*”).

Para Damodaran (2007), determinar o valor de um ativo é estimar razoavelmente os fluxos de caixa que se espera receber em troca.

Conforme Assaf Neto (2019), obter um valor justo de uma empresa é realizar projeções de performance que reflitam o retorno financeiro esperado baseadas no negócio avaliado coerentemente.

Santos (2019) relaciona o quanto vale uma empresa à sua saúde financeira, riscos operacionais, comportamento no mercado mobiliário e perspectivas de fluxos de caixa de exploração de sua atividade empresarial.

Dessa forma, com base tanto em autores brasileiros quanto estrangeiros, a avaliação de

empresas pode ser entendida como o processo de estimativa do valor atual de uma sociedade fundamentada na expectativa plausível de geração de seus fluxos de caixa vindouros.

Saurin (1999) buscou desenvolver um modelo de avaliação a partir da teoria das finanças e das características peculiares das empresas estatais, por meio de uma modelagem matemática apoiada na fórmula do fluxo de caixa descontado de Miller e Modigliani, já mencionada anteriormente. O autor definiu um valor, por ele chamado de referência, da empresa estatal como o resultado do valor presente do fluxo de caixa operacional projetado, somando o crescimento estimado, mais o valor presente residual, adicionado ao valor presente dos fluxos de caixa dos fatores econômicos.

A novidade da obra de Saurin (1999) é o de trazer à baila o valor presente dos fluxos de caixa dos fatores econômicos (diretos e indiretos) que está contido em uma análise da dimensão da empresa estatal que não está presente na avaliação de empresas do setor privado.

Na privatização, fatores econômicos diretos se referem a, por exemplo: cessação de transferência de recursos do Tesouro Nacional para a empresa (manutenção e investimentos na estatal); aumento da arrecadação de imposto de renda para o Governo Federal; declínio no recebimento de dividendos conforme o percentual de participação estatal seja vendido; diminuição dos custos de controle, uma vez que o patrimônio passará a ser privado, desonerando o Estado do controle de prestação de contas etc.

Com relação aos fatores econômicos indiretos, com a privatização, eles se consubstanciam, por exemplo: a) mais recursos destinados à infraestrutura econômica e social do país; b) aumento do controle de preços pela competição entre as organizações e/ou regulamentação por parte do Estado etc.

Diante desses aspectos, Saurin (1999) conclui que o valor de referência compara o valor econômico esperado (apurado pelos modelos tradicionais de *valuation*), somado ao valor presente do fluxo de caixa líquido dos fatores econômicos diretos e indiretos cujo inter-relacionamento é relevante para mensurar o preço mínimo do capital próprio e fundamentar de uma maneira integral, para o contribuinte, o preço de venda da estatal.

O trabalho de Saurin (1999) também analisou a relação entre os valores indicados pelas consultorias contratadas nos processos de avaliação anteriores à privatização e os valores efetivamente negociados. Os dados foram levantados dos Relatórios de Atividades do PND no período de 1995 a 1997. As empresas relacionadas no estudo foram as estatais que a União detinha a maioria dos votos nas decisões societárias e passaram pelo processo de privatização no período de 1991 a 1997. O trabalho abrangeu oito empresas do setor siderúrgico; quatro do setor petroquímico; três do setor de fertilizantes e; cinco de setores diversos. O estudo demonstrou que o preço mínimo estabelecido apresentou um grau de correlação de 99,87% com o preço de venda realizado, ou seja, esse valor determinado pelo governo para a privatização tende a estar muito próximo do valor alcançado pela proposta vencedora.

Saurin (1998) descreve o PND, especificamente da privatização das empresas estatais, abordando o desenvolvimento e as características do processo de privatização nacional e os principais aspectos da precificação das respectivas empresas na década de 1990. O estudo descreveu os principais pontos que eram considerados pela Comissão Diretora do Programa de Desestatização da época com relação à estimativa dos preços e à modelagem das vendas. Após o estudo realizado, apesar de o autor considerar a avaliação das empresas pelo valor presente como a melhor técnica, ele explica que existem outras que podem ser mais vantajosas para o governo dependendo da circunstância.

Saurin (1993, p. 111) procurou estruturar um sistema de avaliação de empresas estatais privatizáveis cuja estrutura passo a passo pode ser exposta da seguinte maneira:

- 1) Formulação dos cenários: macroeconômico e da indústria;
- 2) Indicação das estratégias de análise da empresa;
- 3) Análise da integração entre os cenários macroeconômico e da indústria, e das estratégias de análise da empresa;
- 4) Emprego da metodologia de determinação do valor;
- 5) Cálculo do valor presente para cada estratégia;

- 6) Estipulação da probabilidade para cada estratégia;
- 7) Determinação do valor esperado da empresa referente a cada cenário da indústria;
- 8) Cálculo e inclusão do valor dos fatores econômicos diretos e indiretos;
- 9) Determinação do valor referencial.

Desse modo, observa-se que há elementos peculiares no âmbito de atuação das empresas estatais não presentes na iniciativa privada que podem ser elevados em consideração para se chegar ao valor justo de venda.

Rossi (2019) analisou quais elementos são considerados os principais pelos analistas que avaliam empresas quando efetuam *valuation* de instituições financeiras bancárias e empresas não financeiras. Preliminarmente foi executado um levantamento bibliográfico visando observar quais os pontos são recomendados pelos autores renomados no tema. Depois, através de um questionário, foram apurados quais destes pontos são os mais pertinentes levando-se em consideração as respostas obtidas.

A partir da análise dos resultados, Rossi (2019, p. 96-97) identificou que os pontos mais observados pelos analistas de *valuation* de empresas não-financeiras são: “potencial de crescimento, eficiência organizacional e valor da marca”. Já os elementos menos observados são: “dividendos atuais, tempo de existência da empresa e inflação”. Para empresas financeiras bancárias, “índice de governança, contexto econômico e estratégia corporativa são os pontos mais relevantes, enquanto os menos importantes são: inflação, política de gestão de pessoas e carteira de fornecedores”.

Como a exploração direta de atividade econômica pelo Estado alcança tanto empresas financeiras quanto não-financeiras, elementos como: eficiência organizacional, potencial de crescimento, índice de governança, estratégia corporativa apontados no estudo de Rossi também devem ser considerados no estabelecimento de um preço mínimo de alienação da estatal para a iniciativa privada.

Costa Santos (2019) averiguou a relação da propriedade estatal no desempenho desse tipo de empresa no mercado de capitais brasileiro. Após a realização de relação estatística através da regressão em painel *Pooled*, estimada com Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e complementada com Regressão Quantílica. Os exames efetuados mostram que quando o Estado é dono da empresa, há uma relação positiva e significativa nos resultados da estatal, porém com agregação de valor até certo limite.

O resultado desse trabalho é interessante no contexto das privatizações, pois a constatação de que a propriedade estatal não significa necessariamente desempenho inferior ao de empresas com capital totalmente privado contradizendo a ideia amplamente difundida pelo senso comum de que a participação do Estado em empresas gerará uma piora em performance do negócio. Desse modo, esse é um aspecto a ser considerado na decisão de transferência de propriedade pública para o particular.

Bruno (2018) verificou as práticas de aplicação dos métodos de avaliações de empresas com base no seu porte. Foram estudados tanto os métodos tradicionais de ativos tangíveis quanto os que avaliam ativos intangíveis. Para a realização do trabalho, foi aplicado um questionário estruturado com profissionais da área e da avaliação dos resultados por um grupo de discussão composto por especialistas. A partir dos resultados apurados, concluiu-se que o fluxo de caixa descontado é o método mais usado e, além de haver inúmeros métodos de *valuation* de empresas e de intangíveis, outros métodos podem complementá-lo.

Verifica-se que o fluxo de caixa é o método mais consagrado na teoria das finanças, mas outros métodos podem e devem ser incorporados quando conveniente, visando dar maior consistência às conclusões dos avaliadores.

Lorenzi (2018), com fundamento em pesquisa bibliográfica, analisou os métodos de *valuation* preponderantemente aplicados no Brasil. Foi dado realce ao fluxo de caixa descontado, levando em conta suas três abordagens, do acionista, de dividendos e da empresa, e avaliação por múltiplos. Foram descritas suas premissas, aplicações, principais vantagens e limitações. A autora concluiu que o método do fluxo de caixa descontado é o mais empregado no mercado brasileiro em razão da facilidade de levantamento e manuseio dos dados que o analista precisa para realizar a

avaliação.

Nogueira (2017) analisou a influência da estrutura de propriedade sob a perspectiva do maior acionista último, definido como o acionista com a maior participação, direta e indireta, nos direitos de votos da sociedade, tanto em relação ao nível de concentração dos direitos de voto como em relação à sua tipologia nas decisões de fusões e aquisições. Utilizou-se um modelo de regressão logística em dados em painel, tratado com efeitos aleatórios, representado pelas empresas brasileiras, não financeiras, listadas na BM&FBovespa, no período de 1998 a 2007. Concluiu-se que a concentração dos direitos de voto e a tipologia do maior acionista último são aspectos relevantes nos processos decisórios de fusões e aquisições.

No contexto de avaliação de empresas, demonstrou-se que o método do fluxo de caixa descontado pode ser utilizado para avaliar a qualidade dos gastos públicos realizados sob a forma de investimentos em empresas estatais. Foi realizado um estudo de caso na CEB Distribuição S.A., subsidiária integral de uma sociedade de economia mista que é uma empresa brasileira do setor de energia elétrica. O estudo indicou que a entidade analisada não está gerando o retorno financeiro desejável em vista dos recursos públicos nela investidos, permitindo inferir que o valor recuperável do investimento da controladora nessa empresa é menor do que o valor contábil reconhecido (TIBÚRCIO; SCHMIDT, 2017).

Com base na teoria relacionada, foram analisados os principais métodos de avaliação de empresas, para tanto, foi feito um estudo bibliográfico de alguns autores (LOPES; GALDINO, 2016, p. 7-10).

Modelo de lucro econômico ou valor adicionado (EVA – *economic value added*): Para Samanez (2007, p.367), pretende-se, por meio do método EVA, “descobrir qual o valor gerado pela empresa, pois o valor presente dos EVAs representa justamente a criação do valor”. Em termos analíticos, essa metodologia pode ser entendida como o lucro operacional gerado após a remuneração exigida pelos credores (juros) e acionistas (custo médio ponderado de capital).

Modelo de avaliação por múltiplos: Para Couto Júnior e Galdi (2012) o referido modelo consiste em um método que tem por objetivo avaliar os ativos com base nos preços correntes de mercado de outros ativos semelhantes.

Modelo de fluxo de dividendos descontados: O modelo em questão, segundo Müller e Teló (2003), considera que os dividendos são parte dos lucros efetivamente pagos aos acionistas.

Modelo de avaliação por opções reais: De acordo com Santos (2011) a metodologia em questão tem a flexibilidade como principal característica. Isto é, considera que as atitudes dos investidores e os fluxos de caixa podem sofrer alterações, de acordo com as condições de mercado.

Costa, Costa e Alvim (2011) destacam os seguintes modelos de avaliação: 1 avaliação patrimonial; 2 avaliação patrimonial de mercado; 3 avaliação com base no lucro econômico; 4 avaliação com base no fluxo de caixa descontado; 5 avaliação por opções reais; 6 avaliação por múltiplos.

Casaroto Filho e Kopittke (2010) também apresentam algumas ferramentas de avaliação de empresas: Avaliação contábil: avaliação baseada nas contas do balanço patrimonial.

Santos (2011) apresenta, ainda, o modelo de avaliação baseada na metodologia do valor de liquidação assume que o valor da empresa corresponde ao preço de uma eventual venda dos ativos (bens e direitos) no mercado.

Müller e Teló (2003) identificaram alguns modelos de avaliação baseados no *goodwill* (ágil na aquisição de investimentos).

Reis (2014) traz uma contribuição interessante aos métodos de avaliação de empresas. Ele propõe a construção de uma tábua de mortalidade para as empresas, em analogia às utilizadas em cálculos atuariais para pessoas físicas. A intenção é a de refinar as projeções quanto aos valores de continuidade (ou terminal) que, de maneira geral, consideram a perpetuidade em seus cálculos. Considerar a existência ilimitada das organizações pode distorcer significativamente o *valuation*

apurado.

Almeida; Brito, Batistella e Martins (2012) examinaram se os valores das empresas presumidos pelo o *Residual Income Valuation* (RIV) e pelo *Abnormal Earnings Growth* (AEG) se assemelham aos valores estimados pelo Fluxo de Caixa Descontado. Foram examinados 97 laudos de avaliação de Ofertas Públicas de Aquisições no Brasil entre 2000 a 2007. As amostras apontaram a não existência de discrepâncias estatisticamente significantes entre os valores estimados pelos referidos modelos. Ressalta-se que os autores consideram os modelos mencionados (RIV e AEG) possuem maior embasamento na contabilidade.

Rodrigues *et al.* (2007) analisaram a relevância do papel fiscalizatório do Tribunal de Contas do Estado de Pernambuco (TCE-PE) nas privatizações. Quatro auditorias foram utilizadas para um estudo multicaso em que se concluiu pelo alcance de benefícios de controle externo positivos, contribuindo também para a transparência das desestatizações para a sociedade pernambucana, especialmente nos trabalhos técnicos realizados nas avaliações econômico-financeiras feitas pelas consultorias contratadas nos referidos processos de desestatização.

Segundo Damodaran (2007), de maneira geral, os métodos de *valuation* das empresas podem ser categorizados basicamente de três modos. A primeira categoria de avaliação é a do fluxo de caixa descontado cuja movimentação de pagamentos e recebimentos futuros conjecturados trazidos a valor presente determina o *valuation* da empresa. Depois há a avaliação relativa que calcula o valor de um ativo a partir da comparação dos preços referentes a uma variável comum presente em outros ativos. E finalmente, a terceira que é a avaliação por direitos contingentes cuja metodologia se baseia no estabelecimento do preço de opções para se mensurar o valor de ativos que possuem essa natureza de opção.

2.2 Normas e conceitos aplicados à privatização

Além do que foi apresentado na introdução deste trabalho, o conceito de Privatização pode ser extraído da Lei nº 8.031/1990 que dispôs no § 1º do art. 2º: “a alienação, pela União, de direitos que lhe assegurem, diretamente ou através de outras controladas, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade”.

Para Carlos Ayres Britto, ex-ministro do Supremo Tribunal Federal (1995, p. 125), “privatização não é mais que uma troca de bastões entre proprietários-controladores de unidades empresariais”, ou seja, o particular assume os direitos de propriedade que antes eram do Estado.

Nessa toada, Machado (2014), por meio da análise da produção jurídica acadêmica, buscou conceituar, dentre outros institutos, a privatização. Para ele, a privatização é um instrumento restrito dentro do gênero desestatização que visa à redução do tamanho do Estado, por meio da alienação de empresas estatais à iniciativa privada.

Diante do exposto, entende-se que o ordenamento jurídico brasileiro prevê uma forma de diminuição da atuação estatal como empresário por meio da venda de empresas controladas pelo governo à iniciativa privada cujo processo pode ser denominado de privatização.

Com base no art. 2º da Lei nº 9.491/1997, o processo de privatização pode incidir sobre:

- a) empresas, inclusive instituições financeiras, controladas direta ou indiretamente pela União, instituídas por lei ou ato do Poder Executivo;
- b) empresas criadas pelo setor privado e que, por qualquer motivo, passaram ao controle direto ou indireto da União;
- c) instituições financeiras públicas estaduais que tenham tido as ações de seu capital social desapropriadas.

Essa mesma lei prevê, baseada em seu art. 4º, as modalidades operacionais que podem ser executadas nas referidas privatizações:

- a) alienação de participação societária, inclusive de controle acionário, preferencialmente mediante a pulverização de ações;
- b) abertura de capital;
- c) aumento de capital, com renúncia ou cessão, total ou parcial, de direitos de subscrição;
- d) alienação de bens e instalações;

- e) dissolução de sociedades ou desativação parcial de seus empreendimentos, com a consequente alienação de seus ativos.

À exceção das modalidades de abertura e de aumento de capital, a privatização poderá ser realizada por meio de leilão.

Antes da Lei 13.334/2016 que criou o Programa de Parcerias de Investimentos - PPI, a Lei nº 9.491/1997 previa que o PND tinha como órgão superior de decisão o Conselho Nacional de Desestatização - CND, diretamente subordinado ao Presidente da República. Com o advento dessa Lei do PPI, as funções do CND passaram a ser atribuídas ao Conselho do Programa de Parcerias de Investimentos – CPPI que de acordo com o Decreto nº 10.245/2020, é composto pelos seguintes membros:

- I - Ministro de Estado da Economia, que o presidirá;
- II - Ministro de Estado Chefe da Casa Civil da Presidência da República;
- III - Ministro de Estado da Infraestrutura;
- IV - Ministro de Estado de Minas e Energia;
- V - Ministro de Estado do Meio Ambiente;
- VI - Ministro de Estado do Desenvolvimento Regional;
- VII - Ministro de Estado Chefe da Secretaria de Governo da Presidência da República;
- VIII - Presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social;
- IX - Presidente da Caixa Econômica Federal; e
- X - Presidente do Banco do Brasil.

Desse modo, quando a legislação descrita nesse trabalho se referir ao CND, foi feito um ajuste na sua redação, substituindo-se pela sigla do CPPI que melhor reflete os agentes atuais do PND.

No âmbito das privatizações, compete ao CPPI a maioria das deliberações concernentes ao PND, inclusive quanto ao preço mínimo de venda da estatal. Aos empregados e aposentados de empresas a serem privatizadas é assegurada a oferta de parte das ações representativas de seu capital em condições de preços diferenciadas.

A Lei do PND foi regulamentada pelo Decreto 2.594/1998. Esse decreto, dentre outros dispositivos, estabelece os procedimentos de avaliação para fins de privatização. Para as finalidades deste TCC, serão abordados principalmente os aspectos relacionados ao estabelecimento de valores econômico-financeiros de venda das estatais.

Conforme o art. 30 da Lei do PND, a determinação do preço mínimo de privatização “levará em consideração os estudos elaborados com base na análise detalhada das condições de mercado, da situação econômico-financeira e das perspectivas de rentabilidade da sociedade”.

Esses estudos, pelos parágrafos do artigo acima mencionado, deverão:

indicar o valor econômico da empresa bem como outros parâmetros que venham a ser julgados necessários à fixação do valor de alienação. O valor de liquidação da sociedade objeto de desestatização somente deverá ser calculado nos casos em que for adequado recomendar a liquidação da sociedade. Para efeitos legais, considera-se valor econômico da empresa aquele calculado a partir da **projeção do seu fluxo de caixa operacional**, ajustado pelos valores dos direitos e obrigações não vinculados às suas atividades operacionais, bem como pelos **valores que reflitam contingências e outros efeitos**. (grifos nossos)

[...]

Nas ofertas ao público em geral, quando as ações objeto de alienação forem de espécies ou classes diferentes ou quando as mesmas já forem negociadas em bolsas de valores, poderá o CPPI fixar o **preço mínimo por outros critérios**, considerando as características dos valores mobiliários objeto de cada oferta. Poderá o CPPI recorrer a **outros critérios para fixação do preço mínimo** no caso das ações que

remanescerem no FND por prazo superior a doze meses contados da data da alienação do controle ou bloco estratégico das ações de emissão da empresa privatizada. (grifos nossos)

O art. 31 desse decreto estabelece que o preço mínimo da privatização será estabelecido com fundamento nas avaliações feitas por duas empresas contratadas mediante licitação pública promovida pelo BNDES ou, pelo Banco Central do Brasil, no caso de instituições financeiras. E se houver discrepância superior a vinte por cento entre essas avaliações, o CPPI poderá contratar uma terceira empresa avaliadora.

Ainda concernente ao estabelecimento de preço mínimo de venda, pelo referido decreto, ao CPPI é facultado definir metodologia mais simples para: a) empresas de pequeno e médio porte cujos parâmetros serão definidos pelo BNDES; b) empresas com ações negociadas em bolsa de valores; c) privatização de participações minoritárias; d) alienação de bens e instalações; e) desestatização sob a modalidade operacional de aumento de capital com renúncia ou cessão, total ou parcial, de direitos de subscrição.

Com relação aos meios de pagamento, o art. 41 do decreto autoriza a compra de bens e direitos incluídos no PND por meio de moeda corrente. No entanto, o Chefe do Poder Executivo Federal tem a possibilidade de deferir outros meios de liquidação do negócio. E conforme o art. 43: “observados os privilégios legais, o titular dos recursos oriundos da venda de ações ou de bens deverá utilizá-los, prioritariamente, na quitação de suas dívidas vencidas e vincendas perante a União”.

No âmbito normativo das privatizações, faz-se necessário abordar também a Lei 13.303/2016 (Estatuto jurídico das estatais) que dispõe sobre o conjunto de normas que regem as empresas públicas, as sociedades de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade empresarial.

De acordo com os seus artigos 3º e 4º, o Estatuto jurídico das estatais define como empresa pública “a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei e com patrimônio próprio, cujo capital social é integralmente detido pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou pelos Municípios” e; sociedade de economia mista como pessoa jurídica privada, criada por autorização legal, cuja propriedade de mais de 50% das ações votantes seja da União, de Estados, do DF, de Municípios ou de entidade da administração indireta.

Neste trabalho, considera-se empresa estatal tanto as empresas públicas quanto as sociedades de economia mista. O mencionado Estatuto prescreve uma série de regramentos às empresas estatais que limitam a discricionariedade de suas decisões empresariais comparativamente às empresas privadas, tais como exigência de licitação, aspectos de referentes a compromissos contratuais, contratação de seus executivos, função social etc.

Outra peculiaridade, que envolve a venda de empresas estatais, é o disposto no art. 8º da Lei do PND (*Golden Shares*):

sempre que houver razões que justifiquem, a União deterá, direta ou indiretamente, ação de classe especial do capital social da empresa ou instituição financeira objeto da desestatização, que lhe confira poderes especiais em determinadas matérias, as quais deverão ser caracterizadas nos seus estatutos sociais.

Também previstas (*Golden Shares*) no § 7º do art. 17 da Lei 6.404/76:

Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar.

2.3 Fiscalização das privatizações pelo TCU

Conforme o inciso VIII da Lei do PND, a Corte de Contas (TCU) tem competência fiscalizatória sobre os processos de privatizações no Brasil cuja sistemática está prevista na Instrução Normativa TCU nº 81/2018 (IN 81).

2.3.1 Disposições preliminares

A fiscalização das privatizações deve obedecer ao princípio da significância, ou seja, deve-

se levar em consideração atributos de relevância, materialidade e risco, de acordo com o § 1º do art. 2º da IN 81. Em síntese, o TCU deve priorizar sua atuação nas privatizações quando elas se mostrarem importantes, seja quando envolverem um elevado montante de dinheiro e/ou tenham a combinação de probabilidade e impacto de ocorrência de algum evento que possa causar grave dano ao Erário.

Para que o TCU planeje as fiscalizações, infere-se do disposto no § 2º do art. 2º da IN 81 que os órgãos gestores das privatizações (geralmente o BNDES) devem enviar algumas informações preliminares sintetizadas 150 dias antes do edital de venda, como por exemplo: descrição da estatal que se pretende vender, estimativa de valores envolvidos na alienação, cronograma das licitações relativas a esses processos de desestatização etc.

2.3.2 Acompanhamento do processo de privatização

O TCU acompanhará os processos de privatização examinando uma série de informações disponibilizadas até 90 dias antes da publicação do edital de venda da estatal, com fundamento nos artigos 4º e 8º da IN 81. Essas informações são materializadas nos seguintes documentos:

- I - razões e fundamentação legal da proposta de privatização;
- II - Recibo de Depósito de Ações - RDA, intransferíveis e inegociáveis a qualquer título, em favor dos depositantes das ações junto ao FND;
- III - mandato que outorga poderes específicos ao gestor para praticar todos os atos inerentes e necessários à privatização;
- IV - edital de licitação pública promovida pelo Gestor do FND ou por outro órgão responsável para contratação de serviços de consultoria para **estabelecimento do preço mínimo a ser fixado com base em estudos de avaliação, elaborados por duas empresas contratadas** (grifos nossos);
- V - processo licitatório para contratação dos serviços de consultoria, incluindo os respectivos contratos;
- VI - processo licitatório, promovido pelo Gestor do FND, para contratação de serviços de auditoria externa independente no FND, incluindo o respectivo contrato, por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários - CVM;
- VII - processos licitatórios para contratação de serviços especializados;
- VIII - relatórios dos **serviços de avaliação econômico-financeira** e de montagem e execução do processo de privatização (grifos nossos);
- IX - relatório do eventual terceiro avaliador contratado, no caso de divergência superior a vinte por cento quanto ao **preço mínimo recomendado nas avaliações** originais, para se manifestar, em até sessenta dias, sobre as referidas **avaliações**, hipótese em que o respectivo estudo também servirá de base para a determinação do **preço mínimo**. Esse avaliador terá à disposição toda a documentação referente aos estudos e serviços já elaborados (grifos nossos);
- X - relatório contendo data, valor, condições e forma de implementação dos títulos e meios de pagamentos utilizados, a partir da autorização legal da privatização, para o saneamento financeiro da empresa ou instituição;
- XI - relatório contendo data, valor, condições, forma de implementação, títulos e meios de pagamentos utilizados, a partir da autorização legal da privatização, para investimentos ou inversões financeiras de qualquer natureza realizados na empresa por órgãos ou entidades da administração pública federal ou por ela controlada, direta ou indiretamente;
- XII - relatório contendo data, valor, condições e forma de implementação de renúncia de direitos, a partir da autorização legal para a privatização da empresa, contra entidade privada ou pessoa física, cujo montante supere 1% (um por cento) do patrimônio líquido;
- XIII - proposta e ato de **fixação do preço mínimo de venda**, acompanhados das **respectivas justificativas** (grifos nossos);
- XIV - cópia de ata da assembleia de acionistas que aprovou o preço mínimo de

venda;

XV - minuta do edital de privatização.

A unidade técnica do TCU (UT) responsável pela instrução do processo de acompanhamento da privatização, conforme art. 9º da IN 81, deverá:

autuá-lo, **analisar os documentos e informações concernentes à privatização** e remeter a proposta de mérito ao Ministro Relator do TCU em prazo de até 75 dias a contar da data de seu recebimento, a fim de que o Tribunal emita pronunciamento **quanto à legalidade, legitimidade e economicidade** dos atos fiscalizados (grifos nossos).

[...]

Em casos excepcionais, nos quais a magnitude e a complexidade do empreendimento assim o exijam, o Ministro Relator poderá fixar prazo superior ao previsto para análise do acompanhamento da privatização.

Desse modo, verifica-se que o processo de fiscalização do TCU vai ao encontro do referencial teórico das metodologias elaboradas pelos autores consultados, pois se relaciona ao exame da conformidade das avaliações econômico-financeiras realizadas para se determinar um preço mínimo de venda da estatal, de acordo com os incisos IV, VIII, IX e XIII do art. 4º da IN 81.

Com relação ao encaminhamento documental ao TCU, para fins de cumprimento da Lei nº 12.527/2011 (Lei de Acesso a Informações) conforme o seu art. 24, o Poder Privatizante deverá primeiro classificar a informação como ultrassecreta, secreta ou reservada antes de enviar ao Tribunal qualquer documentação prevista na IN 81.

Lembrando que o art. 49 do Decreto 2.594/1998 veda o uso de informações privilegiadas referentes a privatizações, devendo quem tiver acesso a elas guardar sigilo pelos prazos e formas legais.

3. Metodologia

Nesta parte do trabalho, apresenta-se como a pesquisa foi desenvolvida, ou seja, quais foram os procedimentos realizados para se atingir os objetivos deste TCC.

Utilizando-se de finalidade básica estratégica, este trabalho foi desenvolvido para aprofundar o conhecimento científico sobre as metodologias de avaliação de empresas, focando como escopo de estudo a aplicabilidade dessas metodologias na atuação fiscalizatória das equipes técnicas do TCU nas avaliações econômico-financeiras das empresas estatais para fins de privatização. Com essa finalidade, lança-se a semente para que outros estudos investiguem outras aplicações dos métodos de *valuation* em outra categoria de organizações ou em circunstâncias diversas deste trabalho, deixando as bases úteis para resolução de um novo problema de pesquisa a ser analisado.

Quanto aos objetivos, esta pesquisa pode ser classificada como explicativa, pois foi estudada a partir da teoria até então produzida sobre as referências existentes e sobre os aspectos-chave do tema, tanto sobre aspectos acadêmicos de finanças quanto ao enfoque normativo dado pela legislação brasileira.

Utilizou-se a abordagem qualitativa para analisar criticamente as mencionadas referências, interpretando-as não expressando as conclusões alcançadas em valores numéricos.

O método de pesquisa escolhido para ser aplicado foi o hipotético-dedutivo em que se testou a hipótese do problema descrita na introdução deste trabalho, qual seja: “os métodos de avaliação de empresas são aplicáveis pelas equipes técnicas do TCU na fiscalização das próximas privatizações anunciadas pelo Governo Federal, levando-se em consideração as particularidades envolvidas no *valuation* de empresas estatais”. Esse método visa confirmar ou refutar a referida hipótese objeto de investigação.

Quanto aos procedimentos utilizados para coletar e fundamentar os conceitos apresentados neste trabalho, foi realizada uma pesquisa bibliográfica em que foram lidos livros e trabalhos acadêmicos, extraindo dos seus conteúdos as citações pertinentes ao tema para o desenvolvimento deste TCC.

O levantamento bibliográfico realizado percorreu as seguintes etapas que podem ser estruturadas da seguinte maneira:

1ª Acessou-se o Google Acadêmico pelo seu *link* <http://scholar.google.com.br/>;

2ª Foram pesquisadas algumas palavras-chave pertinentes ao problema de pesquisa deste trabalho, tais como: privatização, desestatização, *valuation*, empresas estatais, métodos de avaliação de empresas etc.;

3ª Também foram buscadas as palavras acima nos artigos oriundos das seguintes revistas: Revista de Contabilidade & Finanças; Revista de Contabilidade e Organizações; Revista de Administração da USP; Revista Brasileira de Finanças e; *Brazilian Business Review*;

4ª Os artigos que mais se relacionavam com os elementos do problema de pesquisa deste TCC foram resumidos extraíndo-se dos textos originais: a) objetivos dos autores; b) procedimentos adotados e; c) resultados alcançados.

5ª O material levantado na quarta etapa foi utilizado principalmente no capítulo relativo ao Referencial Teórico do TCC para dar embasamento às análises efetuadas.

Adicionalmente foi feita uma análise documental na qual foram citados diversos dispositivos de atos normativos do arcabouço jurídico brasileiro (Constituição Federal, leis, decretos, instruções etc.) e matérias jornalísticas.

Ainda na análise documental, examinou-se 11 (onze) Laudos de Avaliação Econômico-Financeira cujos responsáveis foram, além das Consultorias conhecidas como as *Big Four* (em ordem alfabética: Deloitte; Ernst & Young; KPMG; PricewaterhouseCoopers – PWC), as empresas Brasil Plural e RRP Consultoria e Projetos.

E finalmente, desenvolveu-se um estudo de caso a partir da competência fiscalizatória do Tribunal de Contas da União sobre os processos de desestatização, mais especificamente nas privatizações de empresas estatais incluídas no Programa Nacional de Desestatização. Nesse ponto, detalhou-se o acompanhamento do processo das privatizações pela Corte de Contas prescritas pelas Instruções Normativas TCU (INs): IN nº 81, de 20 de junho de 2018; IN nº 27, de 2 de dezembro de 1998; IN nº 7, de 29 de novembro de 1994, fundamentadas pela legislação ordinária do ordenamento jurídico brasileiro.

Por se tratar de um trabalho empírico-analítico, acessaram-se as ferramentas de pesquisa do portal www.tcu.gov.br, disponíveis na aba “Sessões e Jurisprudência”, pesquisando na base de dados “Processos” para localizar em quais documentos estariam a fundamentação da fixação do preço mínimo de venda nas respectivas privatizações fiscalizadas.

Adicionalmente, utilizou-se o sistema e-TCU, que é o sistema de gestão dos processos de controle externo e administrativos do TCU, para buscar os dados primários de fiscalizações realizadas pelo Tribunal no âmbito das privatizações (alguns dados são sigilosos). Para tanto, foram definidas a amostra, as variáveis, os modelos e tratamento dos dados, a seguir detalhados:

3.1 Amostra

A amostra foi definida a partir da consulta dos processos de fiscalização das desestatizações realizadas pelo TCU a partir do ano de 1995 registradas e encerradas no e-TCU, excluindo-se os processos de concessão de serviços públicos e alienação de bens móveis e imóveis (por exemplo, venda de participações minoritárias em sociedades, bens vendidos separadamente do modelo de negócios da empresa etc.), processos de Solicitações do Congresso Nacional; Consultas; Representações; Prestações de Contas Extraordinárias, concentrando-se especificamente nos processos onde constavam as avaliações econômico-financeiras de empresas estatais integrantes do PND.

Da população existente, excluindo-se os processos arquivados que não tiveram a etapa de avaliação das empresas realizada, foram localizados 26 (vinte e seis) processos de desestatização que preenchiam os critérios e filtros amostrais da pesquisa. Dessa maneira, decidiu-se trabalhar com essa população inteira.

3.2 Definição das variáveis

Com relação às variáveis, elas foram definidas a partir da consulta das peças processuais constantes no e-TCU que abrangiam as avaliações econômico-financeiras das privatizações fiscalizadas pelo TCU. Desse modo, os diversos métodos de avaliação de empresas mencionados e efetivamente usados no processo serviram para compor o conjunto de variáveis a serem utilizadas na pesquisa.

Por conseguinte, foram consultadas as instruções de equipes técnicas do TCU que analisaram os laudos de avaliações econômico-financeiras das estatais feitos pelas consultorias contratadas pelos gestores das privatizações, bem como os próprios laudos em si realizados por essas empresas. Adicionalmente, verificou-se a menção dessas variáveis (os laudos de avaliações econômico-financeiras e as instruções de equipes técnicas do TCU) nos acórdãos do Tribunal que as apreciaram para fins de controle externo sobre o PND.

3.3 Modelos e tratamento dos dados

A definição das variáveis foi feita para se saber quais métodos de *valuation* foram utilizados pelas consultorias para a fixação do valor de venda da estatal privatizada. Essa definição objetivou também a averiguação de como o TCU apreciou tecnicamente os laudos dessas consultorias.

Descobertos quais métodos de avaliação foram utilizados nas estatais privatizadas no âmbito do PND, foi observado o modo de análise das equipes técnicas do TCU sobre as avaliações econômico-financeiras feitas. Em outras palavras, verificou-se, por exemplo, se: eram discutidas as premissas e/ou variáveis dos modelos matemáticos das avaliações realizadas; eram auditadas as memórias de cálculo; as diligências efetuadas se restringiam à análise documental ou incluíam: entrevistas, reuniões com as consultorias etc.

Então, de posse do material científico produzido pela academia e da pesquisa documental realizada com análise de conteúdo, combinados com a legislação concernente aos processos de privatizações de empresas estatais brasileiras, especificamente referentes aos métodos de avaliação de empresas (*valuation*), relacionou-se tudo isso com os instrumentos de fiscalização a disposição do TCU para realizar exames de controle externo nessa modalidade de desestatização (privatização), alcançando os resultados apresentados no próximo capítulo.

4. Análise dos resultados

Neste capítulo, são analisados os resultados alcançados da pesquisa apresentando de forma crítica o produto final da análise após o tratamento dos dados.

A pesquisa se deu coletando-se os dados de avaliações econômico-financeiras realizadas nas privatizações fiscalizadas pelo Tribunal a partir das ferramentas de pesquisa do portal eletrônico do TCU, bem como pelo sistema de gestão dos processos de controle externo e administrativos (e-TCU). Esses dados coletados foram utilizados para conduzir ao alcance das respostas do problema de pesquisa.

Para se alcançar o objetivo central, foram perseguidos alguns objetivos específicos que representam os passos intermediários antes de se atingir o propósito final deste TCC. O primeiro foi mostrar o que a literatura de finanças fala sobre o tema avaliação de empresas através de autores consagrados em suas obras clássicas e por meio da produção científica mais recente sobre *valuation* (artigos científicos, dissertações de mestrado e teses de doutorado).

O segundo foi descrever as normas e conceitos aplicados ao processo de privatização no Brasil. Para tanto, reuniu-se a legislação ordinária e as normas infralegais que dispõem sobre o processo de venda de empresas estatais brasileiras. E em terceiro lugar, buscou-se mostrar como está prevista a fiscalização das privatizações pelo TCU verificando como se dá na prática o acompanhamento das privatizações pela Corte de Contas por meio dos seus instrumentos de controle externo da Administração Pública.

Desse modo, relacionando-se o que a ciência diz com o que a legislação determina, foi possível extrair a aplicação do produto dessa relação nas fiscalizações do TCU nas privatizações das estatais brasileiras.

A finalidade de se fazer o referencial teórico foi o de explorar a fundamentação científica dos elementos-chave e das principais normas brasileiras afetas ao tema deste TCC.

Com relação ao estudo de caso, o intuito foi o de se estudar a fiscalização do processo de privatização por parte do TCU, especificamente no que se refere à avaliação de empresas estatais alienadas à iniciativa privada.

Analisaram-se as seguintes privatizações fiscalizadas pela Corte de Contas:

Tabela 1: lista de privatizações fiscalizadas

Processo	Estatal Privatizada
012.073/1995-4	ELETROSUL
015.694/1995-0	COMPANHIA VALE DO RIO DOCE - CVRD
018.698/1995-6	PRONOR E CBP
008.148/1997-0	BANCO MERIDIONAL DO BRASIL S.A.
003.867/1998-6	DATAMEC - SISTEMAS E PROCESSAMENTO DE DADOS
003.868/1998-2	COMPANHIA ENERGETICA DE ALAGOAS - CEAL
005.274/1998-2	TELE NORTE CELULAR PARTICIPAÇÕES
005.275/1998-9	TELE NORDESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A
005.276/1998-5	TELE CENTRO OESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S.A.
005.277/1998-1	TELE SUDESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S.A.
005.278/1998-8	TELE CELULAR SUL PARTICIPAÇÕES S.A.
005.279/1998-4	TELE LESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S.A.
005.280/1998-2	TELEMIG CELULAR PARTICIPAÇÕES S.A.
005.281/1998-9	TELESP CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A
005.282/1998-5	TELE NORTE LESTE PARTICIPAÇÕES S/A
005.283/1998-1	TELE CENTRO SUL PARTICIPAÇÕES S/A
005.284/1998-8	TELESP PARTICIPAÇÕES S/A
005.285/1998-4	EMBRATEL PARTICIPAÇÕES S/A
005.648/1998-0	DESESTATIZAÇÃO DO IRB - BRASIL RESSEGUROS S.A
929.611/1998-5	COMPANHIA ENERGÉTICA DO PIAUÍ - CEPISA
002.695/1999-5	BANCO DO ESTADO DE SÃO PAULO S/A - BANESPA
016.720/2000-2	BANCO DO ESTADO DO AMAZONAS S.A. - BEA
016.721/2000-0	BANCO DO ESTADO DE GOIÁS S.A. - BEG
016.722/2000-7	BANCO DO ESTADO DO CEARÁ S.A. - BEC
017.999/2000-8	BANCO DO ESTADO DO MARANHÃO S.A. - BEM
001.945/2001-4	BANCO DO ESTADO DE SANTA CATARINA S.A. - BESC

Fonte: elaboração própria cujos dados foram extraídos dos sistemas de busca do Portal do TCU

No capítulo 2.1, discerniu-se o que a literatura fala a respeito da avaliação de empresas. Lá foram apresentados conceitos de *valuation* e descritas diversas metodologias utilizadas para se determinar o valor justo de uma empresa. Sendo, dessa forma, factível com base nos autores brasileiros e estrangeiros consultados, declarar que a avaliação de empresas é o processo de estimativa do valor atual de uma sociedade embasada na expectativa plausível de geração de seus fluxos de caixa futuros.

Conforme as espécies apresentadas por Lopes e Galdino (2016), no item 2.1 deste trabalho, e a categorização das diversas espécies de *valuation* por Damodaran (2007), as três categorias de métodos mais utilizados nas avaliações de empresas são: a) fluxo de caixa descontado; b) avaliação relativa e; c) avaliação por direitos contingentes.

No estudo de caso realizado, foram pesquisadas, nas peças processuais de acompanhamento das privatizações pelo TCU, quais as metodologias de avaliação de empresas foram utilizadas. Para tanto, foi feita uma lista com as expressões usadas para descrever as referidas metodologias.

A partir desse procedimento, extraíram-se os dados da pesquisa que foram tabulados e categorizados, conforme classificação sugerida por Damodaran (2007) explicada no capítulo de Referencial Teórico, da seguinte maneira:

Tabela 2: Metodologias de valuation

Fluxo de Caixa Descontado	Avaliação Relativa	Avaliação por direitos contingentes
Método do fluxo de caixa descontado.	Comparação da empresa e suas unidades de negócio com empresas comparáveis brasileiras e estrangeiras cotadas em bolsa.	Identificação e análise das alternativas de investimento.
Valores dos respectivos patrimônios líquidos.	Análise de preços pagos na aquisição de empresas comparáveis, brasileiras e estrangeiras, em transações privadas de compra de blocos de ações.	
Avaliação pelo valor contábil do acervo líquido.	Exame dos custos de reposição em certos casos, dos demais padrões de referência da indústria.	
Valor presente dos fluxos de caixa gerados pelas operações futuras.	Análise do preço de ações de empresas comparáveis, brasileiras e estrangeiras, seu histórico de negociações e liquidez quando tais empresas são cotadas em bolsa e, em especial, em relação à própria empresa.	
	As cotações das ações ordinárias da empresa na Bolsa de Valores de São Paulo.	
	Valor de mercado verificado pelo procedimento de venda usualmente utilizado para ofertas públicas globais de ações, denominado “ <i>Bookbuilding</i> ”.	
	Análise comparativa com os múltiplos das demais privatizações de empresas do mesmo setor.	
	Identificação e análise das alternativas de investimento.	

Fonte: elaboração própria cujos dados foram extraídos de Acórdãos do TCU

Com base nessa listagem de métodos mencionados nas privatizações, houve a confirmação da existência de uma série de metodologias aplicáveis de avaliação de empresas que podem ser utilizadas para se dar maior robustez ao processo de avaliação econômico-financeira em complemento ao método de fluxo de caixa descontado.

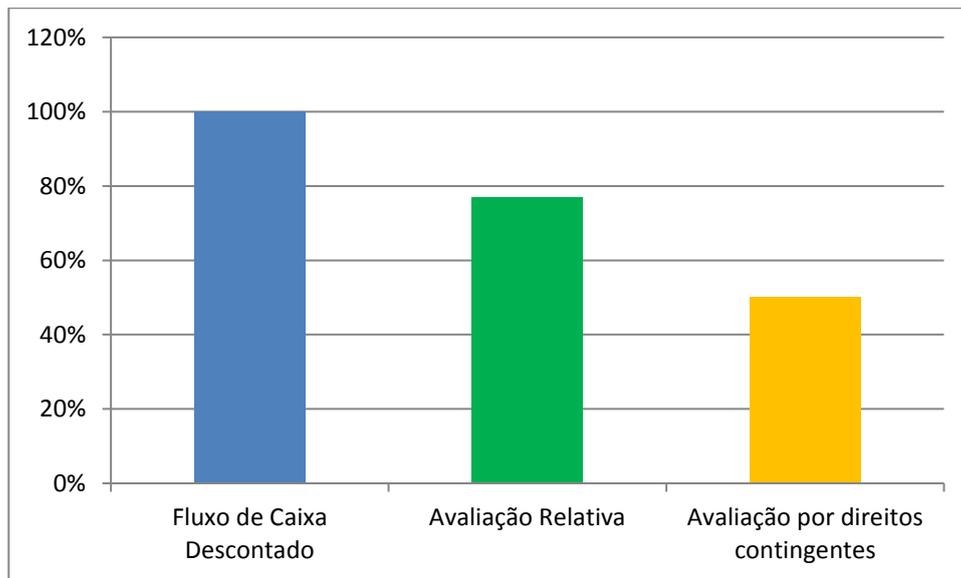
Na tabela 2 acima, pode-se observar que uma metodologia descrita como “Identificação e análise das alternativas de investimento” está presente na categoria de Avaliação Relativa e também na Avaliação por Direitos Contingentes. Isso se deu em razão de as peças processuais onde estavam o seu detalhamento serem classificadas como peças sigilosas, impossibilitando de se averiguar em qual categoria específica ela deveria ser enquadrada com maior precisão. Dessa forma, optou-se por lista-la nas duas categorias mencionadas por se inferir que a sua descrição sugere a aplicação em ambos grupos.

A partir dessa categorização, foi possível observar o percentual de utilização das metodologias de avaliação de empresas privatizadas pela tabela e gráfico ilustrados a seguir:

Tabela 3: Abordagens de valuation

	Fluxo de Caixa Descontado	Avaliação Relativa	Avaliação por direitos contingentes
Percentual	100%	76,92%	50%
Nº de ocorrências	26	19	13

Fonte: elaboração própria cujos dados foram extraídos de Acórdãos do TCU

Gráfico 1: Abordagens de valuation

Fonte: elaboração própria cujos dados foram extraídos de Acórdãos do TCU

Dessa forma, pelo gráfico 1 acima e pelas descrições extraídas dos processos do TCU (transcritas na tabela 2), observa-se que todas as 26 privatizações utilizaram o método de fluxo de caixa descontado (100%); 19 usaram a Avaliação Relativa (76,92%) e; 13 aplicaram a Avaliação por Direitos Contingentes (50%), ressaltando, mais uma vez, a questão do uso da metodologia “Identificação e análise das alternativas de investimento” em que não foi possível verificar os seus detalhes a fim de precisar em qual categoria específica ela se enquadraria.

O percentual de 100% de uso do Fluxo de Caixa Descontado confirma o que foi visto no levantamento bibliográfico que assevera ser este o método mais utilizado para se realizar um *valuation* de uma empresa.

No capítulo 2.2, as principais descobertas foram: as normas e conceitos aplicados à privatização no ordenamento jurídico brasileiro. Já no capítulo 2.3, foi observado como está prevista a fiscalização das privatizações pelo TCU.

A partir dessas descobertas, constatou-se que a realização de procedimentos fiscalizatórios nos laudos de avaliação econômico-financeiro são pontos fundamentais para que o TCU possa examinar os aspectos de economicidade também alcançados por trabalhos similares ao do TCE-PE, por exemplo, mencionados no Referencial Teórico.

Depois de se constatar quais métodos de *valuation* foram utilizados pelas consultorias para se fixar o valor mínimo de venda da estatal privatizada, examinou-se, a partir das peças processuais (instruções dos auditores e relatórios de acórdãos do TCU), como as equipes do Tribunal apreciaram tecnicamente esses referidos laudos das consultorias.

Nesse exame, verificou-se, por exemplo, que: as premissas dos laudos eram discutidas com as consultorias; foram auditadas as memórias de cálculo; foram realizadas diligências dos auditores do TCU que não se restringiam à análise documental, mas também incluíam entrevistas e reuniões com as consultorias contratadas para o *valuation*.

Dessa forma, constatou-se, de modo geral, um nível de auditoria bastante proativo por parte

das equipes do TCU quando estavam incumbidas de acompanhar determinado processo de privatização.

Explorando todo o conteúdo levantado por esta pesquisa, apura-se que o processo de avaliação de empresas estatais para fins de privatização possui peculiaridades que tornam esse processo singular.

Por exemplo, na avaliação econômico-financeira do preço mínimo de venda de uma empresa privada, não faz sentido levar em consideração o fluxo de caixa de fatores econômicos diretos e indiretos explicados por Saurin (1999), ou seja, esses fatores não influenciam no comportamento de entrada e saída de recursos financeiros para o particular. Por outro lado, para o ente público, com a privatização, esses fatores econômicos podem afetar consideravelmente o fluxo de caixa final para o governo, como por exemplo: pode significar a entrada de mais recursos por meio da arrecadação do imposto de renda, conforme foi explicado no Referencial Teórico.

Outra particularidade revelada é o resultado do trabalho de Costa Santos (2019) que mostra quando o Estado é dono da empresa, há uma relação positiva e significativa nos resultados da estatal que agrega valor até um certo limite contradizendo a ideia amplamente difundida pelo senso comum de que a participação do Estado em empresas gera uma piora em performance do negócio. Desse modo, esse comportamento deve ser levado em consideração no *valuation* da estatal.

No trabalho de Reis (2014), propõe-se a construção de uma tábua de mortalidade para as empresas, em analogia às utilizadas em cálculos atuariais para pessoas físicas. A intenção é a de refinar as projeções quanto aos valores de continuidade (ou terminal) que, de maneira geral, consideram a perpetuidade em seus cálculos. Dessa forma, se o fato de a empresa estatal apresentar vida útil diferente a de empresas privadas, esse aspecto também deve fazer parte do processo decisório de estabelecimento do valor justo de venda.

Outro ponto característico das empresas do governo (levantado no capítulo 2.2) a ser levado em consideração é o de que o regramento previsto no Estatuto das Empresas Estatais (Lei 13.303/2016), que limita significativamente a atuação empresarial da estatal, deixará de ser aplicado após a privatização, dando maior agilidade ao novo proprietário. Dessa forma, intui-se que as perspectivas de negócios da sociedade pós-privatização se ampliem, afetando positivamente o *valuation* dessa empresa e, portanto, essa circunstância deve ser posta na sua avaliação econômico-financeira.

Para ilustrar as limitações impostas por essa lei às empresas estatais que não se aplicam às empresas privadas, podem-se citar as regras de governança que, por exemplo, vedam o lançamento de debêntures ou outros títulos ou valores mobiliários, conversíveis em ações e emissão de partes beneficiárias; obrigatoriedade de divulgação de toda e qualquer forma de remuneração dos seus administradores etc. Além disso, a obrigatoriedade de a estatal se submeter ao regime de licitações para contratação de terceiros é uma regra específica que as diferencia das empresas do setor privado devendo ser considerada em seu *valuation*.

Dentro desse contexto de singularidade que as empresas estatais se inserem, há a questão da possibilidade de haver a criação de ações *Golden Shares* (mencionadas no Referencial Teórico) por parte do ente público. Como o adquirente da estatal terá de se submeter a poderes especiais que essas ações dão ao governo retirando seu pleno exercício do direito de propriedade, essa circunstância impacta inexoravelmente no preço de compra/venda da empresa. Portanto, o tratamento diferenciado dado ao detentor das *Golden Shares* deve ser levado em consideração no momento de se determinar o preço mínimo de privatização.

As relações existentes entre os conceitos da teoria de finanças e os normativos apresentados explicam e complementam os resultados apurados após a coleta dos dados nos sistemas pesquisados.

Diante do exposto, verifica-se que o conhecimento produzido confirma a hipótese de que os métodos de avaliação de empresas são aplicáveis pelas equipes técnicas do TCU na fiscalização das próximas privatizações anunciadas pelo Governo Federal, levando-se em consideração as particularidades envolvidas no *valuation* de empresas estatais.

Então, à luz do que foi descoberto, constata-se a possibilidade jurídica e técnica de utilização dos diversos métodos de *valuation* pelo TCU na fiscalização das privatizações.

5. Considerações Finais

O objetivo deste trabalho foi o de, a partir dos processos e métodos de avaliação identificados no referencial teórico, estudar a aplicação dessas metodologias e processos na fiscalização das privatizações no âmbito do Programa Nacional de Desestatização do Governo Federal, pelo TCU.

Para se alcançar esse objetivo, utilizou-se de finalidade básica estratégica para desenvolver de forma explicativa a pesquisa. Foi utilizada a abordagem qualitativa, bem como o método hipotético-dedutivo. Foi realizada uma pesquisa bibliográfica em que foram lidos livros e trabalhos acadêmicos, extraindo dos seus conteúdos as citações pertinentes ao tema. Também foi feita uma análise documental na qual foram citados diversos dispositivos de atos normativos do arcabouço jurídico brasileiro e matérias jornalísticas, além de se examinar alguns laudos de Avaliação Econômico-Financeira de consultorias de mercado, inclusive do peso das *Big Four*.

Adicionalmente foi desenvolvido um estudo de caso a partir das fiscalizações realizadas pelo TCU em privatizações incluídas no PND, detalhando-se o acompanhamento feito pelo Tribunal conforme os dispositivos das Instruções Normativas do TCU vigentes à época de cada alienação de estatal efetuada pelo Governo Federal.

Os conceitos e metodologias levantados no Referencial Teórico; a apuração dos percentuais de utilização das abordagens de *valuation*; as normas brasileiras atinentes aos processos de privatização, bem como o detalhamento da competência fiscalizatória exercida pelo TCU nessa área atentando-se para as especificidades das empresas cujo proprietário é o Estado foram os principais resultados alcançados que confirmam a hipótese de que os diversos métodos de avaliação de empresas são aplicáveis pelas equipes técnicas do TCU na fiscalização das privatizações anunciadas pelo Governo Federal a partir do último mandato presidencial vigente (2019-2022), levando-se em consideração as particularidades envolvidas no *valuation* de empresas estatais.

Ressalta-se que a presente pesquisa teve algumas limitações, tais como: impossibilidade de acesso a alguns dados primários, pois eles estavam protegidos pela classificação de informação sigilosa nos respectivos processos do TCU de privatização. Outra limitação foi a de que a Instrução Normativa TCU nº 81/2018, que é a norma mais atual que dispõe sobre a fiscalização dos processos de desestatização, não ter sido plenamente aplicada em uma privatização até o momento de finalização deste TCC o que impossibilita a checagem na prática da efetividade dos seus dispositivos.

Por fim, sugere-se, por exemplo, outros estudos que investiguem novas aplicações, no setor público, dos métodos de *valuation* em outra categoria de organizações ou em circunstâncias diversas deste trabalho, como o que foi feito no trabalho de Tibúrcio e Schmidt (2017) mencionados no capítulo 2.1 que avaliou a qualidade dos gastos públicos realizados sob a forma de investimentos em empresas estatais por meio do método do fluxo de caixa descontado.

Além disso, podem-se aprofundar as pesquisas sobre a utilização dos métodos de Avaliação por Direitos Contingentes que dentro dessa área das finanças é a que mais traz novidades para o campo do *valuation* de empresas.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, J. E. F.; BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D.; MARTINS, E. **Análise dos modelos de avaliação Residual Income Valuation, Abnormal Earnings Growth e Fluxo de Caixa descontado aplicados às ofertas públicas de aquisição de ações no Brasil.** Revista de Contabilidade e organizações. 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas.** 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2019.

BRASIL. **Constituição Federal de 1988, de 5 de outubro de 1988.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 25 de abril de 2020.

_____. **Lei n. 9.491, de 9 de setembro de 1997.** Diário Oficial da União, Brasília-DF, 10 de setembro de 1997. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 25 de abril de 2020.

_____. **Lei n. 8.031, de 12 de abril de 1990.** Diário Oficial da União, Brasília-DF, 13 de abril de 1990. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8031.htm>. Acesso em: 25 de abril de 2020.

_____. **Lei n. 12.527, de 18 de novembro de 2011.** Diário Oficial da União, Brasília-DF, 18 de novembro de 2011. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112527.htm>. Acesso em: 25 de abril de 2020.

_____. **Decreto n. 2.594, de 15 de maio de 1998.** Diário Oficial da União, Brasília-DF, 15 de maio de 1998. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D2594.htm>. Acesso em: 25 de abril de 2020.

_____. **Lei n. 13.334, de 13 de setembro de 2016.** Diário Oficial da União, Brasília-DF, 15 de setembro de 2016. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/Lei/L13334.htm>. Acesso em: 25 de abril de 2020.

_____. **Lei n. 13.303, de 30 de junho de 2016.** Diário Oficial da União, Brasília-DF, 1º de junho de 2016. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm>. Acesso em: 25 de abril de 2020.

_____. **Decreto n. 10.245, de 18 de fevereiro de 2020.** Diário Oficial da União, Brasília-DF, 19 de fevereiro de 2020. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/decreto/D10245.htm>. Acesso em: 25 de abril de 2020.

_____. Tribunal de Contas da União. **Instrução Normativa nº 81, de 20 de junho de 2018.** Diário Oficial da União, Brasília-DF, 25 de junho de 2018.

_____. Tribunal de Contas da União. **Instrução Normativa nº 27, de 2 de dezembro de 1998.** Diário Oficial da União, Brasília-DF, 7 de dezembro de 1998.

_____. Tribunal de Contas da União. **Instrução Normativa nº 7, de 29 de novembro de 1994**. Diário Oficial da União, Brasília-DF, 29 de novembro de 1994.

_____. Tribunal de Contas da União. **TCU e a informatização**. Disponível em: <<https://portal.tcu.gov.br/museu-do-tribunal-de-contas-da-uniao/tcu-a-evolucao-do-controle/tcu-e-a-informatizacao.htm>> Acesso em 2 de maio de 2020.

_____. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **Infográfico sobre os tipos de desestatização do BNDES**. Disponível em: <[BRITTO, Carlos Ayres. **A privatização das empresas estatais, à luz da Constituição**. Revista de Direito Público, nº 12, outubro-dezembro/1995.](https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento/noticias/noticia/tipos_desestatizacao!/ut/p/z1/tZVdk5owFIZ_DZeYwzf0jt1av3DcrbtVuXECBEkrCRuibvvrG7Uzrawr7Vi5yXA4ec57krwBxWiOYoa3dIU15Qyv1fsidpdRMOOr27QIEML2zIPzoDZyoFwCEDvqCYhSnTFayQIuEZaReUIZLKjfpgaBBwUuiQcpZQVJaEia5BoxLXOs1TwTR33yhKcUaSFrxeq14pJZKzQ-cYr6vVaU0Qwvsu7kDfqJ7eeLrduKZO4zUzdwHnjgBQaYcZqdip9EPQ_CqDcZTKcP8Phko_hyb8f58M4Twun8t_hZ2-LFl_Gzfb8tCho9WA-fIOxHxrM9vgNzZDcTJgOrqxLuI8fujoxeYKGFEm934VahS0lO_TMuCjVgZj-3gMTO67nJpme51mq2y6Yum8EoOcZZBZxEsvPfNSHlgqWfWWFFrxxW7x1U_wQrsQP286oMrgpxvfljlcJiWeiU5RzNT22nglLwbLN3oMqnX19e4lC5njNjXiWaX7C9FJjVFRaEHUx9ym2-_1IHCv-teXK8gkKmulEKBcmJIKKzESpcSFnVHzTQYLfbdQ4aOiu-7SRCRapag4oLuVdSU0mOes6xCl6rFpqI5r40vPt44dD-1dXUgnduinftnjztnjjSvyw7d7_xzP-f35t5414NrUqS9_6Tqn-7bO_e8qLVbkcdy3n17DeRvlYOolzGt4P0ln8BDXXpW8!/dz/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/.> Acesso em: 25 de abril de 2020.</p>
</div>
<div data-bbox=)

BRUNO, Hamilton. **Identificação das práticas de avaliação de empresas com ativos tangíveis – intangíveis**. Dissertação (Mestrado em Gestão do Conhecimento e Tecnologia da Informação) – Escola de Educação, Tecnologia e Comunicação, Universidade Católica de Brasília (UCB). Brasília. 2018.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim e MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas – Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. Ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2. Ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

ÉPOCA NEGÓCIOS ONLINE. **7 grandes estatais brasileiras que já foram privatizadas**. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2019/04/7-grandes-estatais-brasileiras-que-ja-foram-privatizadas.html>> Acesso em 25 de abril de 2020.

HOUAISS, Antônio; VILLAR, Mauro de Salles. **Minidicionário Houaiss da Língua Portuguesa**. 1. Ed. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

LOPES, Ricardo Dantas; GALDINO, Franciellen Coutinho (orgs.). **Modelos de avaliação de empresas: aspectos teóricos, 2016**. Disponível em: <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/admrevista/article/view/2143>>. Acesso em: 6 de abril 2020.

LORENZI, Isabelle caldas. **Comparação dos métodos de avaliação de empresas – valuation.** Monografia (MBA em Gestão Empresarial) - Departamento Acadêmico de Gestão e Economia, Universidade Tecnológica Federal do Paraná. Curitiba. 2018.

MACHADO, Fernando Moreno. **Desestatização e privatização no Brasil, 2014.** Revista Digital de Direito Administrativo, São Paulo, v. 2, n. 1, p. 99-119, 2015.

MILLER, Merton; MODIGLIANI, Franco. **Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares.** Journal of Business. 1961.

NOGUEIRA, Nazaré vieira. **Efeitos da estrutura de propriedade na decisão de fusões e aquisições.** Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo. São Carlos. 2017.

REIS, Pedro Manuel Nogueira. **O valor terminal ou de continuidade, na avaliação de empresas.** Tese (Doutorado em Gestão de Empresas) – Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra. Coimbra. 2014.

RODRIGUES, R. N.; MIRANDA, L. C.; SANTANA JUNIOR, J. J. B.; CANECA, R. L. **Controle externo e privatização: estudo multicaso a partir das auditorias do TCE-PE.** XIV Congresso Brasileiro de Custos – João Pessoa - PB, Brasil, 05 a 07 de dezembro de 2007.

ROSSI, Paula Langer. Avaliação de empresas: principais elementos que influenciam a análise. Dissertação (Mestrado em Gestão de Negócios) - Fundação Instituto de Administração, FIA-SP. São Paulo. 2019.

SANTOS, José Odílio dos. **Valuation: um guia prático.** 2. Ed. São Paulo: Saraiva Educação. 2019.

SANTOS, Leandro da Costa. **A influência da propriedade estatal no desempenho das empresas no mercado de capitais brasileiro.** Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal da Paraíba (UFPB). João Pessoa. 2019.

SAURIN, Valter. **Empresas estatais privatizadas: aspectos básicos do processo de avaliação.** Revista de Ciências da Administração, Universidade Federal de Santa Catarina, Departamento de Administração, Florianópolis-SC, v.1, n. 2, agosto de 1999.

_____. **O Programa Nacional de Desestatização: aspectos relevantes da política de privatização, 1998.** Revista de Ciências da Administração, Universidade Federal de Santa Catarina, Departamento de Administração, Florianópolis-SC, v.21, n. 53, abril 2019.

_____. **Privatização e a avaliação de empresas estatais privatizáveis.** Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas. São Paulo-SP. 1993.

SCHMIDT, A. G. T. S.; TIBÚRCIO, C. A. **Avaliação de empresas estatais e a evidenciação da qualidade dos gastos públicos: O caso da CEB Distribuição S.A.** Revista de Gestão e

Contabilidade da UFPI, Floriano-PI, v. 4, n. 2, p. 150-168, jul-dez 2017.

TEMÓTEO, Antonio. **Governo prevê arrecadar R\$ 150 bi com privatização e venda de ações em 2020.** Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2019/12/21/privatizacoes-r-150-bilhoes-300-empresas-meta-governo-2020.htm>>. Acesso em 25 de abril de 2020.