

Controle externo e privatização: estudo multicaso a partir das auditorias do TCE-PE

Raimundo Nonato Rodrigues

Luiz Carlos Miranda

Jorge José Barros de Santana Junior

Roberta Lira Caneca

Resumo:

O Governo de Pernambuco realizou mudanças estruturais em suas estatais, conhecidas como Reforma do Estado. Apesar de seguir os princípios da Reforma do Governo Federal, o governo de Pernambuco estabeleceu o seu próprio modelo. Este estudo analisa as privatizações das empresas estatais e as concessões de serviços públicos que, por muitas vezes, suscitam dúvidas da população em geral quanto aos critérios estabelecidos para a fixação dos seus preços mínimos. O objetivo principal é analisar a importância do papel do Tribunal de Contas do Estado de Pernambuco (TCE-PE), como órgão de controle externo, nos processos de privatização, realizados pelo poder executivo estadual. Para esse fim, realizou-se um estudo multicaso, considerando-se quatro experiências de auditoria na área de desestatização, acompanhadas pelo TCE-PE. O estudo conclui que a participação preventiva do órgão de controle externo, principalmente em relação à avaliação econômico-financeira, realizada por consultorias contratadas pelo Estado, possibilitou ganhos nesses processos, além de contribuir para uma maior transparência do processo.

Área temática: *Gestão de Custos no Setor Governamental*

Controle externo e privatização: estudo multicaso a partir das auditorias do TCE-PE

Raimundo Nonato Rodrigues (UFPE) – rnrodrigues13@yahoo.com.br

Luiz Carlos Miranda (UFPE) – lc-miranda@uol.com.br

Jorge José Barros de Santana Junior (Mestrado em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFPE/UFRN) – jorgesantanajr@uol.com.br

Roberta Lira Caneca (Mestrado em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFPE/UFRN) – robertacaneca@gmail.com

Resumo:

O Governo de Pernambuco realizou mudanças estruturais em suas estatais, conhecidas como Reforma do Estado. Apesar de seguir os princípios da Reforma do Governo Federal, o governo de Pernambuco estabeleceu o seu próprio modelo. Este estudo analisa as privatizações das empresas estatais e as concessões de serviços públicos que, por muitas vezes, suscitam dúvidas da população em geral quanto aos critérios estabelecidos para a fixação dos seus preços mínimos. O objetivo principal é analisar a importância do papel do Tribunal de Contas do Estado de Pernambuco (TCE-PE), como órgão de controle externo, nos processos de privatização, realizados pelo poder executivo estadual. Para esse fim, realizou-se um estudo multicaso, considerando-se quatro experiências de auditoria na área de desestatização, acompanhadas pelo TCE-PE. O estudo conclui que a participação preventiva do órgão de controle externo, principalmente em relação à avaliação econômico-financeira, realizada por consultorias contratadas pelo Estado, possibilitou ganhos nesses processos, além de contribuir para uma maior transparência do processo.

Palavras-chave: Controle. Avaliação. Desestatização.

Área Temática: Gestão de Custos no Setor Governamental

1. Introdução

A partir de 1995, no âmbito Federal, sob o comando do então Presidente da República Fernando Henrique Cardoso, iniciou-se uma nova fase do Programa Nacional de Privatização, com atenção especial voltada para a transferência de propriedade dos serviços de utilidade pública. A agenda envolveu empresas do setor de telecomunicações, transportes e energia. Posteriormente, seguindo uma tendência mundial, o Brasil incluiu a privatização das empresas distribuidoras de energia elétrica e das empresas de água e saneamento em seu programa de desestatização.

Nos casos dos serviços de utilidade pública, a desestatização vai além da venda de ações (privatização), envolvendo também a concessão dos serviços para empresas privadas através de licitação e formalização de instrumento de contrato por tempo determinado (concessão). A Lei Federal nº 9.491 de 9 de setembro de 1997, no art. 2º, parágrafo 1º, considera desestatização:

- a) 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;
- b) 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.

O processo de globalização, caracterizado pela internacionalização de mercados, desregulamentação do fluxo internacional de capitais e pelos grandes avanços tecnológicos e científicos, forçou alterações nas relações entre o Estado e a sociedade. O fator marcante desse processo foi o enfraquecimento do poder do Estado de influir decisivamente na condução da política macroeconômica e de formular e implementar políticas públicas, pela falta de recursos e pela incapacidade de enfrentar a atuação dos grandes conglomerados econômicos multinacionais.

Neste sentido a reforma do Estado está inserida no que se convencionou chamar a Nova Gestão Pública - NGP (*New Public Management*), a qual é um conjunto de doutrinas que surgiram a partir da década de 80, formando uma base teórica que permitiu o surgimento dos alicerces necessários para o desenvolvimento de reformas estruturais do Estado em diversos países. Arellano (2000) conceitua o que vem a ser a Nova Gestão Pública (NGP) como um conjunto de estratégias de mudanças projetadas para aumentar a eficiência, o *accountability*, o serviço ao cliente, e a orientação de mercado em agências públicas. Isto é baseado na teoria da escolha racional e nos modelos de mercado desenvolvidos por estudantes como Niskanen (1972) e popularizado por Osborne e Gaebler (1990).

Esse processo de mudanças surgiu como uma alternativa ao paradigma da administração pública tradicional e burocrática (GALNOOR et al, 1998). Geri (2001) comenta que houve uma onda inesperada de reformas administrativas em diversos governos centrais, cuja Nova Gestão Pública virou uma tendência mundial nos anos 90 (Nova Zelândia, Grã-Bretanha e Austrália). E essas reformas possuíram algumas características comuns: privatizações de atividades governamentais; desregulamentação; reorganização para encorajar a concorrência entre os ministérios de governo; o uso da figura do “cliente” como uma metáfora para descrever o usuário dos serviços governamentais; e ênfase em desempenho administrativo.

Como fruto desse debate sobre a NGP, surgiu no Brasil a proposta de uma administração pública mais gerencial, que teve historicamente a sua base de discussão originada no chamado Plano Diretor da Reforma do Estado – PDRAE (1999). Segundo Alexandrino e Paulo (2002), no Brasil, observou-se, a partir da década de 90, uma expressiva mudança de mentalidade, ao menos por parte dos detentores do poder político e de importantes autores, sobretudo nas áreas econômica e jurídica, no que tange às relações entre o Estado, especialmente a Administração Pública, e os diversos setores da sociedade.

A Reforma Administrativa do Estado de Pernambuco foi marcada por dois ciclos de mudanças estruturais, tendo o primeiro ocorrido em 1999, com o advento da Lei Estadual nº 11.629/99, que alterou a estrutura organizacional do Poder Executivo, reduziu o número de secretarias e dispôs sobre as competências das mesmas, extinguiu e fundiu entidades da Administração Indireta, criou o Programa Estadual de Desestatização e instituiu a Comissão Diretora de Reforma do Estado. Paralelamente, houve a conclusão do Plano Diretor da Reforma do Estado. O segundo ciclo de mudanças, por sua vez, teve início no exercício de 2003, com a entrada em vigor da Lei Complementar Estadual nº 49, que dispõe sobre as áreas de atuação, estrutura e funcionamento do Poder Executivo.

O foco deste estudo concentra-se no primeiro ciclo de mudanças, com ênfase especificamente nos processos de desestatização, além do acompanhamento dos recursos provenientes das privatizações ocorridas nesse período, em que vários atos legislativos e diversos decretos foram publicados visando a se colocar em prática as diretrizes da Reforma.

A atuação do TCE-PE nesse processo é analisada tanto no que concerne à verificação da legalidade dos atos praticados pelo gestor público ao promover as privatizações, como também no que diz respeito à sua participação como órgão fiscalizador externo, responsável pela verificação da correta avaliação do patrimônio público.

Nesse sentido, o trabalho procurou responder a seguinte questão: *Qual o papel do TCE-PE, como órgão de controle externo, nos processos de privatizações e concessões públicas realizados pelo Poder Executivo?*

2. Técnicas de se Avaliar uma Empresa

Empresas ou projetos de investimentos podem ser avaliados através de diversas técnicas. Martins et al (2001), abordando modelos usuais de avaliação de empresa, afirmam que a escolha do método deve considerar o propósito da avaliação e as características próprias do empreendimento, classificando-os da seguinte forma: (1) técnicas comparativas de mercado, as quais procuram aferir o valor do empreendimento por meio da comparação com empresas similares transacionadas no mercado; (2) técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis ajustados, que buscam o valor econômico do empreendimento com base na conversão para o valor de mercado dos itens evidenciados nas demonstrações contábeis; e, (3) técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de benefícios (geralmente, caixa), que partem da premissa de que o valor do empreendimento deve ser auferido com base em sua potencialidade de geração de riqueza.

As técnicas comparativas de mercado são uma alternativa a ser utilizada quando se tem um bom referencial de mercado sobre o ativo avaliado. Porém, esse método pode tornar-se mais difícil de ser aplicado quando existem poucas empresas atuando em um determinado setor, ou quando o empreendimento é novo e não possui similar no mercado.

Em uma avaliação relativa, o valor de uma empresa é derivado do valor de empresas comparáveis segundo uma variável comum, como lucro, geração de caixa, receita, valor contábil, etc. Um exemplo dessa abordagem, e que é muito utilizado quando se quer ter uma idéia rápida de quanto vale uma empresa, é a utilização do quociente preço - lucro médio do setor. O quociente preço-lucro nada mais é do que a razão entre o preço de uma ação da empresa e o lucro por ação.

Segundo Damodaran (2004, p. 630) “uma justificativa comumente dada para o uso desses múltiplos para avaliar o patrimônio líquido e as empresas é que eles exigem bem menos pressupostos do que a avaliação de fluxo de caixa descontado”. Esse mesmo autor (2004) classifica esses múltiplos em: (a) múltiplos de mercado: quando se compara uma empresa e se analisa o seu valor como um múltiplo do lucro operacional ou dos lucros antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA, internacionalmente conhecido como EBITDA); (b) múltiplos de valor contábil ou de valor de reposição: analisa-se a relação entre o preço pago por uma ação e valor contábil do patrimônio líquido para medir uma supervalorização ou subvalorização da ação; e, (c) múltiplos de receita bruta: usa-se o índice do valor de um ativo em relação às receitas brutas que ele gera, sendo esse tipo de múltiplo mais preciso que os anteriores, uma vez que é menos afetado pelo preço histórico contábil.

Com relação às técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis Damodaran (2004) analisa que elas geralmente funcionam melhor para projetos com grandes investimentos iniciais, lucros praticamente iguais aos fluxos de caixa e receitas equilibradas ao longo do tempo.

Das técnicas que utilizam a análise de fluxos de caixa pode-se destacar o Payback, que calcula o número de períodos necessários para se recuperar o investimento inicial de um investimento usando um parâmetro, ou meta, os quais refletem o nível de risco considerado. Porém, são apontados dois problemas com essa técnica: (1) ignora o valor do dinheiro no tempo; (2) ignora as saídas de caixa que ocorrem depois do investimento inicial e as entradas de caixa após o período de payback (ATIKINSON et al., 2000).

Segundo Garrison e Noreen (2001), o Fluxo de Caixa Descontado – FCD apresenta dois métodos para avaliação de investimento: o método do Valor Presente Líquido – VPL e o método da Taxa Interna de Retorno – TIR. Segundo Hoji (2006, p. 177), o VPL “consiste em

determinar um valor no instante inicial, a partir de um fluxo de caixa formado por receitas e dispêndios, descontados com a taxa mínima de atratividade”.

Portanto, no VPL é feita a confrontação entre todos os valores presentes das entradas e saídas (desembolso) de um projeto de investimento. Caso o resultado seja positivo, ou nulo, o projeto é considerado economicamente viável. Conforme explicam Weygandt, Kieso e Kimmel (2005, p. 823) “o processo de determinação do valor presente é chamado de desconto de valor futuro”.

Por sua vez, a TIR é calculada determinando-se a taxa de desconto que iguala o valor presente dos fluxos de entrada e saídas de caixa de um projeto. Ou seja, é a taxa de desconto que anula o VPL de um projeto. Para Garrison e Noreen (2001) o método do VPL apresenta vantagens importantes sobre o método da TIR. Em primeiro lugar, o VPL é de uso mais fácil, uma vez que a TIR exige a procura de uma taxa de desconto que produza um VPL nulo. Em segundo lugar, o VPL é o que formula a hipótese mais realista sobre a taxa de retorno que pode ser obtida do fluxo de caixa do projeto.

Uma das grandes lições da área de finanças corporativas é a de que “o valor presente de uma empresa depende de seus fluxos futuros de caixa” (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995, p. 92).

O princípio básico de finanças é que um investidor nunca deve pagar por um ativo mais do que ele vale. Apesar de parecer tão óbvio tal afirmação, a mesma é por muitas vezes negligenciada e esquecida, o que pode levar a ganhos anormais por parte de quem compra ou de quem vende investimentos empresariais.

3. Metodologia da Pesquisa

O método utilizado para a realização deste estudo é o indutivo. Quanto à abordagem do problema esta pesquisa apresenta análise predominante de pesquisa qualitativa, que tem como foco central as principais experiências do TCE-PE no acompanhamento das privatizações e concessões de serviços públicos realizadas no âmbito da sua jurisdição, provocadas pela Reforma do Estado.

O estudo consiste em pesquisa documental, através da análise de documentos técnicos (relatórios de auditoria, laudos de engenharia, análise de defesas, notas técnicas de esclarecimento e decisões emanadas pela Corte de Contas analisada) para avaliar, principalmente, o papel do TCE-PE na fiscalização de uma das questões mais importantes dentro do processo de alienação de bens e concessão de serviços públicos que é a análise econômico-financeira.

A metodologia utilizada nesta pesquisa foi o estudo multicaso. De acordo com Yin (2005), o estudo de caso caracteriza-se como uma pesquisa de natureza empírica que investiga uma determinada situação dentro da realidade em que ela ocorre, apresentando maior foco na compreensão dos fatos que na sua quantificação. O método de estudo multicaso utiliza várias fontes de evidências, fato que permite aprofundar os conhecimentos sobre uma determinada realidade (TRIVIÑOS, 1990).

4. As Principais Experiências do TCE-PE

Em 1997, através do Programa de Incentivo à Redução da Presença do Setor Público na Atividade Financeira Bancária - PROES, no qual se realizou a privatização, extinção, ou federalização de alguns bancos estaduais, o Estado de Pernambuco privatizou o Banco do Estado de Pernambuco S.A. - BANDEPE. Esse processo de privatização foi um dos primeiros desafios para a área de auditoria do TCE-PE, o que levou a este órgão de controle externo a buscar a capacitação e especialização de grupos de servidores especializados no assunto.

Este estudo procurou analisar quatro casos, considerados mais significativos, que se seguiram após a privatização do BANDEPE, procurando examinar a importância e a

contribuição do controle externo no acompanhamento dos processos de desestatização, relacionados à Reforma Administrativa do Estado de Pernambuco.

4.1 A Companhia energética de Pernambuco - CELPE

Na alienação da participação acionária que o Estado de Pernambuco detinha na CELPE, o TCE-PE teve importante papel no acompanhamento e fiscalização desse processo, sobretudo nos seguintes aspectos: (a) Apreciação da legalidade, desde a análise dos decretos específicos editados até operações antecedentes, como antecipação da receita de alienação por promessa de venda de ações; (b) Apreciação do valor econômico-financeiro da empresa, com base nos múltiplos financeiros obtidos em diversas operações similares de privatizações de distribuidoras de energia em outros Estados da Federação; e, (c) Acompanhamento, posteriormente à operação de alienação, da aplicação dos recursos dela oriundos.

A metodologia que foi utilizada pela equipe técnica do TCE-PE para avaliação do preço da CELPE em leilão, passou pela conjugação de vários métodos que se somam. Em primeiro lugar, foi utilizado o método do FCD para se chegar a uma aproximação da avaliação econômico-financeira daquela empresa. Em segundo, utilizou-se a Análise de Múltiplos de Mercado para Empresas Cotadas Comparáveis e de Transações Envolvendo a Aquisição de Empresas Similares à CELPE. Por último, foi usado o método da Análise de Transações Similares, considerado mais preciso, uma vez que considera o prêmio que um investidor estratégico deve pagar quando da aquisição de uma empresa.

O dado técnico capaz de indicar o porte de uma distribuidora de energia elétrica é a sua energia fornecida, ou sua capacidade instalada, expressa em megawatts x hora (Mwh), em um ano. Este é o parâmetro que efetivamente vai se valer um investidor do setor energético. Outros parâmetros, como os de natureza patrimoniais e financeiras, revelados pela contabilidade da empresa (Receita Operacional Líquida – ROL, Patrimônio Líquido – PL, Análise da Liquidez Corrente – LC e do Ativo Total – AT) são também importantes para a aferição desejada, além do número de clientes atendidos pelo fornecimento de energia.

A partir dos parâmetros acima mencionados, a equipe técnica do TCE-PE levantou os elementos principais para definição dos preços mínimos e de arrematação de 16 empresas energéticas privatizadas em períodos próximos ao do período da avaliação: ESCELSA, LIGHT, CERJ, CEMIG, COEBA, CNNDE, CPFL, ENERSUL, CEMAT, ENERGIPE, COSERN, COELCE, ELETROPAULO, CELPA, ELEKTRO e EBE.

Para uma primeira análise aproximada, utilizou-se a média dos quatro principais parâmetros considerados pela equipe técnica – US\$/Mwh, US\$/Clientes, US\$/ROL e US\$/PL – para o estabelecimento de uma ordem de grandeza, em torno da qual deveria estar o preço da CELPE. Assim, de acordo com a média de todos os indicadores do total de privatizações de energéticas distribuidoras, o valor inferido para a CELPE ficou situado próximo aos US\$ 2.186.166.100,00, baseado nos seguintes números:

- Energia fornecida pela CELPE – 7.018.000 Mwh/ano;
- Média do Mwh das empresas arrematadas em leilão – US\$ 269,56/Mwh;
- Número de clientes da CELPE – 1.795.000;
- Média de US\$/Cliente das empresas privatizadas – US\$ 1.323,82;
- Receita Operacional Líquida (ROL) da CELPE – US\$ 495.467.031,00;
- Média da razão entre os valores da totalidade da empresa a preço de leilão e o valor das ROL das empresas privatizadas – 3,74 vezes;
- PL da CELPE – US\$ 555.845.123,00;
- Média da razão entre os valores da totalidade da empresa a preço de leilão e o valor dos PL das empresas privatizadas – 4,72 vezes;

- Valor da CELPE com base na média do Mwh – US\$ 269,56/Mwh x 7.018.000 Mwh = US\$ 1.891.772.000,00;
- Valor da CELPE com base na média de US\$/Cliente – US\$ 1.323,82/Cliente x 1.795.000 = US\$ 2.376.256.900,00;
- Valor da CELPE com base na média da razão entre os valores da totalidade das empresas privatizadas a preço de leilão e o valor das ROL – US\$ 495.497.031,00 x 3,74 = US\$ 1.853.046.600,00;
- Valor da CELPE com base na média da razão entre os valores da totalidade das empresas privatizadas a preço de leilão e o valor dos PL – US\$ 555.845.123,00 x 4,72 = US\$ 2.623.588.900,00;
- Média dos quatro indicadores: (US\$ 1.853.046.600,00 + US\$ 2.623.588.900,00 + US\$ 1.853.046.600,00 + US\$ 2.623.588.900,00)/4 = US\$ 2.186.166.100,00.

Na análise do Valor Presente do Fluxo de Caixa Projetado para a CELPE, o relatório técnico do TCE-PE alertou ao avaliador que para se projetar o valor econômico mais exato, deve-se considerar a lucratividade permitida pelo mercado em concessão, substituindo o baixo desempenho de gestão da administração anterior, ou seja, desconsiderando-se a gestão estatal prejudicada pelas interferências políticas e não reveladoras do real potencial de geração de lucros da empresa.

Para se avaliar o valor econômico-financeiro da CELPE com base no seu fluxo de caixa projetado, foi proposto como parâmetro de rentabilidade os valores apresentados por empresas similares já privatizadas, conforme exemplo abaixo do lucro projetado para o exercício de 1998:

ITEM	COELBA	MWH	COELCE	MWH	MÉDIA	CELPE	CELPE PROJ.
Energia vendida	9.073.000		5.396.000			7.018.000	
Receita líquida	867.076.000	95,57	510.322.000	94,57	95,07	598.871.000	667.201.260
Desp. Operac.							
Pessoal	120.080.000	13,24	98.294.000	18,22	15,73	109.644.000	109.644.000
Material	17.305.000	1,91	8.072.000	1,50	1,71	12.556.000	12.000.780
Serviços de terceiros	59.753.000	6,59	46.303.000	8,58	7,59	63.440.000	53.231.530
Energia comprada	346.294.000	38,16	202.570.000	37,50	37,83	283.317.000	283.317.000
Depreciação e amortização	85.578.000	9,43	34.270.000	6,35	7,89	284.350.000	28.435.000
Outras desp.	36.002.000	3,97	15.245.000	2,83	3,40	35.485.000	23.861.200
Resultado do serviço	202.064.000	22,27	105.568.000	19,56	20,92	65.994.000	156.711.750
Rec. Financ.	29.765.000	3,28	247.060.000	4,58	3,93	28.428.000	28.428.000
Desp.financ.	195.147.000	21,60	36.725.000	6,80	14,20	24.609.000	24.609.000
Resultado operacional	3.257.000	-	21.846.000	-	-	14.176.000	160.530.750
Resultado não operacional	3.118.000	-	4.221.000	-	-	4.402.000	4.402.000
Lucro antes dos impostos	6.375.000	-	17.625.000	-	-	12.159.000	164.932.750
I. Renda	-	-	-	-	-	-	56.097.000
Lucro Líquido	-	-	-	-	-	-	108.855.750

Fonte: Elaboração própria

Quadro 01 - Demonstração dos Resultados da CELPE esperados para o exercício de 1998, com base no desempenho operacional de empresas similares privatizadas.

Porém, em virtude de dificuldades na obtenção de informações pela área de auditora do TCE-PE (demora na entrega de informações solicitadas), não foi possível o levantamento do valor da CELPE, utilizando-se do método do FCD.

Tendo em vista essa limitação, o método escolhido para avaliação econômico-financeira da CELPE foi o das Transações Similares. Os múltiplos considerados para as transações similares em privatizações de empresas fornecedoras de energia elétrica escolhidos foram os seguintes: P/PL, P/Vendas, P/Clientes, P/Mwh e P/Receitas (sendo P = preço de mercado na data da transação).

Com base nas transações descritas anteriormente, centrando a atenção nas empresas mais similares já privatizadas à época na Região Nordeste (COELBA, COELCE e COSERN), e considerando os dados técnicos da CELPE divulgados, foram obtidos os seguintes resultados:

EMPRESA Padrão de valor	US\$/Mwh Preço Mínimo	US\$/Mwh Pago	US\$/Cliente Pago	US\$/Receita Pago	US\$/PL Pago	US\$/ EBITDA Pago
COELBA	189,76	336,59	1.092,42	4,40	3,25	28,54
COSERN	203,62	317,26	1.124,42	3,91	3,98	-----
ENERGIPE	183,17	359,12	1.699,05	5,28	3,98	-----
COELCE	270,73	344,40	1.178,07	4,10	4,18	21,50
MÉDIA	211,82	339,34	1.273,49	4,42	3,85	25,02
Preço p/ 88,47% da CELPE	1.315.215,20	2.106.902,50	2.022.348,50	1.937.461,30	1.893.261,20	1.729.299,30

Fonte: Elaboração própria

Quadro 02 - Demonstrativo dos Indicadores de Valor

Os dados técnicos da CELPE em 31/12/1998 eram os seguintes: Energia vendida → 7.018.000 Mwh; Clientes → 1.795.000; PL → US\$ 555.845.123,00; Receita líquida → US\$ 495.467.031,00; EBITDA → US\$ 78.124.431,00.

Assim, foi calculada a média de todos os indicadores de valores a preços pagos das energéticas nordestinas já vendidas à época, verificando-se que a expectativa de leilão da CELPE era de US\$ 1.937.854.500,00. Caso fosse considerada a mesma expectativa de ágio ocorrido na privatização da COELCE (27,21%), o preço de arrematação esperado para a CELPE seria de US\$ 1.480.178.525,91. Por sua vez, considerando-se a expectativa média de ágio (64,47%), o preço esperado seria de US\$ 1.913.725.038,57. Portanto, esses valores demonstram um intervalo calculado esperado, que corresponde ao preço estimado para os 88,47% do valor total da empresa analisada (correspondentes a 63.105.541.312 ações e 99,56% do capital votante).

Dentre as alternativas levantadas, a área técnica do TCE-PE propôs que a expectativa do preço de arrematação para a CELPE, em leilão, deveria ser de US\$ 2.106.902.500,00 (339,34/Mwh x 7.018.000 Mwh x 88,47%), conforme o método das transações similares.

Para fixação do preço mínimo, foi apenas proposto ao Governo do Estado de Pernambuco que considerasse uma faixa de valor abaixo desta expectativa dentro de critérios discricionários razoáveis de negociação.

Por questão de prudência, não foi utilizado como critério de avaliação do preço o valor da ação da CELPE em Bolsa de Valores porque o volume transacionado era bastante reduzido (88,47% da empresa pertenciam ao Estado de Pernambuco).

Foi verificado ao final do processo de leilão que o Governo do Estado de Pernambuco, reconsiderou o primeiro valor estabelecido como preço mínimo da CELPE e, em virtude principalmente do trabalho técnico desenvolvido pelo TCE-PE, apresentou um novo valor

bem mais elevado, que se apresentou compatível com o mínimo de mercado e, portanto, dentro do intervalo indicado pelos referidos múltiplos financeiros. Após a privatização da CELPE, o TCE-PE continuou a sua função de órgão fiscalizador externo, acompanhando a aplicação dos recursos provenientes da alienação.

De 1999 até o final do exercício de 2004, foram gastos R\$ 2.259.207.245,52, o que representa 99,7% do total das receitas, tendo sido R\$ 6.174.473,96 aplicados em 2004. As principais aplicações dos recursos oriundos do processo de privatização da CELPE, no período 1999-2004 estão sintetizadas a seguir:

- Fundo Financeiro de Aposentadoria e Pensão – FUNAFIN - R\$ 300 milhões em 2000 (R\$ 135 milhões referente a gastos com pessoal e R\$ 165 milhões para investimentos).
- Gastos com a dívida pública: R\$ 615,75 milhões, 85% corresponderam a amortizações e 15% foram relativos aos juros e encargos da dívida.
- Dentre os gastos com investimentos no período 1999-2004, destacam-se: Duplicação da Rodovia BR – 232; Construção, restauração e melhoramento de rodovias e vias expressas; Serviços de engenharia no Aeroporto Internacional dos Guararapes e aeroportos no interior do Estado; Operacionalização do Porto Digital; aquisição de equipamentos para a polícia; Projeto Tecnológico das Tele-salas; Reforma, ampliação e construção de escolas; Repasses para Municípios (obras de infra-estrutura);

Os gastos e os investimentos provenientes da alienação da CELPE foram alvos de diversas auditorias setoriais por parte do TCE-PE, no intuito de garantir a transparência e a correta aplicação dos recursos públicos.

4.2. A Companhia Pernambucana de Saneamento - COMPESA

A COMPESA é uma sociedade por ações em regime de economia mista, tendo como objeto social, principalmente, a execução da política governamental de abastecimento de água e de esgotamento sanitário, além do aproveitamento dos recursos hídricos em todo o Estado de Pernambuco. Com um patrimônio em junho de 2000 de R\$ 711 milhões, passou a ser a maior estatal de Pernambuco (até fevereiro de 2000, ficava atrás apenas da CELPE, então privatizada).

Os estudos técnicos realizados pela equipe de auditoria do TCE-PE sobre a avaliação econômico-financeira da COMPESA foram concluídos em dezembro de 2000. Tais estudos objetivaram mostrar a situação da empresa analisada e os seus potenciais de crescimento, através da aplicação do método do FCD, auxiliado pela análise comparativa de índices operacionais e múltiplos de mercado. Em outras palavras, tentava-se definir um valor que seria aceitável para a venda da empresa, considerando determinadas premissas.

Existia, à época, uma previsão de privatização da COMPESA, conforme o Programa Estadual de Desestatização, para ocorrer até meados de 2002, como parte importante do processo de Reforma do Estado de Pernambuco, o que levou o TCE-PE a cumprir o seu papel preventivo como fiscalizador das contas públicas e garantir, tempestivamente, que as discussões técnicas realizadas tivessem como resultado o melhor retorno possível para o Estado e para a população pernambucana.

O preço mínimo a que o trabalho chegou não foi objeto de recomendação impositiva pelo órgão de controle externo, mas teve o intuito de se constituir em uma referência a mais para auxiliar na tomada de decisão do gestor. A avaliação realizada procurou fazer uma análise comparativa da COMPESA, com base em dados históricos da própria empresa e das suas congêneres nacionais e internacionais. Os dados referentes às empresas similares foram provenientes de fontes confiáveis, como, por exemplo, o Sistema Nacional de Informações de Saneamento – SNIS e demonstrativos contábeis publicados.

Nesse contexto, foi desenvolvido um cenário para projeção dos resultados, tendo em vista os dados históricos da empresa, com ganhos de produtividade baseados na média do setor, como também de empresas com participação de capital privado e/ou privatizadas.

O período de projeção foi de 15 anos, iniciando-se em 2001 e finalizando-se em 2015. Porém, como a provável duração do contrato de concessão era de 30 anos, para o cálculo do valor presente, a partir de 2016 utilizou-se a perpetuidade.

Dentre as metas, as mais relevantes em termos de melhoria na qualidade dos serviços são as de cobertura de água, passando-se dos 90% para 99% em nove anos e esgoto, saindo dos então atuais 18% para 75% em 15 anos.

Os principais determinantes das contas operacionais foram os investimentos e as perdas. Os investimentos foram estimados tendo como base o histórico de investimento no setor e na própria COMPESA. As perdas foram consideradas caindo dos então 50% para 23% em oito anos.

Foi escolhida a técnica de cálculo do EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) por ser uma forma de medir desempenho da empresa em termos de fluxo de caixa, olhando basicamente a capacidade de geração de recursos dos ativos da entidade, ou seja, o caixa gerado pelos ativos genuinamente operacionais.

Para a projeção do fluxo de caixa, o corpo técnico do TCE-PE teve de trabalhar em um conjunto de premissas, em relação à evolução dos dados operacionais entre 2000 e 2015, devidamente fundamentadas, das quais se destacam:

- População atendida (urbana): de 5.002.569 a 6.954.510, com variação anual média de 1,6%;
- Atendimento de água: de 90% a 99%; atendimento de esgoto: de 18% a 75%;
- Economias água + esgoto: de 1.788.747 a 3.332.070, com variação anual média de 4,2%;
- Volume faturado de água + esgoto: de 288.983.758 a 727.260.079;
- Empregados: 3.900 a 5.553; custo anual por empregado: de 26.243 a 26.243;
- Receita líquida: de 243.964.508 a 697.182.370;
- Economias/Empregados: de 459 a 600; receita líquida/ Empregado: 62.555 a 125.551;
- Receita líquida por cliente: 48,77 a 100,25;
- Despesa de exploração / Receita: de 74% a 46%; despesa de exploração R\$/m3: de 0,63 a 0,46;
- EBITDA: de 63.166.925 a 364.569.536; EBITDA / Faturamento: de 25% a 50,7%.

Tendo em vista essas premissas de crescimento do mercado e de produtividade elaboradas acima, todas devidamente justificadas com base em dados históricos da companhia, levando-se em consideração também as experiências nacionais e internacionais do setor de abastecimento de água e as perspectivas macroeconômicas para a região, foram realizados estudos e cálculos de projeção relacionados a questões ligadas aos investimentos, tarifas, perdas, custos e despesas operacionais, que resultaram no seguinte fluxo de caixa projetado para a COMPESA:

	2001	2002	2003	2004	2005
EBITDA	96.818.567	133.072.235	189.689.459	210.115.722	229.463.779
IRCS	(478.656)	(7.349.455)	(8.765.512)	(10.247.196)	(10.869.225)
Investimento	(111.062.613)	(125.348.522)	(149.342.816)	(158.271.826)	(167.448.334)
Varição da NCG	(9.536.441)	(5.306.195)	(8.912.166)	(3.316.490)	(3.408.417)
Fluxo de Caixa Livre	(24.259.143)	(4.931.937)	22.668.965	38.280.210	47.737.803
Taxa de Desconto	11,98%				
Fator	1	0,89301661	0,79747867	0,71216169	0,63597222
Valor Presente	(24.259.143)	(4.404.302)	18.078.016	27.261.699	30.359.917
PV	509.776.572				
Perpetuidade	1.973.386.920				
Perpetuidade Descontada	404.804.900				
Valor Econômico Mínimo	914.581.472				
	2006	2007	2008	2009	2010
EBITDA	242.106.795	260.750.479	274.738.303	289.106.985	301.793.815
IRCS	(12.373.982)	(13.085.888)	(14.968.857)	(16.997.149)	(19.050.304)
Investimento	(146.323.138)	(154.487.049)	(162.874.747)	(171.491.302)	(179.125.287)
Varição da NCG	2.447.964	(3.265.564)	(3.355.079)	(3.446.622)	(3.053.594)
Fluxo de Caixa Livre	85.857.639	89.911.978	93.539.620	97.171.912	100.564.630
Taxa de Desconto					
Fator	0,56793376	0,50717428	0,45291506	0,40446067	0,36119009
Valor Presente	48.761.452	45.601.043	42.365.502	39.302.216	36.322.948
	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA	310.051.160	320.004.661	330.197.301	340.634.184	364.569.536
IRCS	(23.551.093)	(25.137.901)	(24.334.970)	(25.960.297)	(26.802.575)
Investimento	(104.472.650)	(107.860.485)	(111.329.986)	(114.882.898)	(118.521.003)
Varição da NCG	(2.095.286)	(2.391.413)	(2.449.059)	(2.507.938)	(2.568.074)
Fluxo de Caixa Livre	179.932.131	184.614.862	192.083.286	197.283.051	216.677.884
Taxa de Desconto					
Fator	0,32254875	0,28804139	0,25722575	0,22970687	0,20513205
Valor Presente	58.036.885	53.176.722	49.408.767	45.317.272	44.447.578

Fonte: Elaboração própria

Quadro 03 – Fluxo de caixa descontado da COMPESA 2001 – 2015

As projeções da COMPESA foram preparadas para se determinar uma faixa provável do que a empresa poderia arrecadar durante o contrato de concessão. Devido a limitações de das informações durante o período de auditoria nessa empresa, o valor a que se chegou foi considerado um referencial aceitável, conforme o cenário econômico projetado.

Por fim, o estudo de avaliação da COMPESA constatou que o valor obtido através do FCD foi bem superior àquele estimado quando da realização da operação de crédito por antecipação da receita realizada pelo Estado de Pernambuco com a Caixa Econômica Federal. Atualmente, a COMPESA ainda continua sob o controle estatal, e o seu processo de privatização se encontra estagnado.

4.3. A Empresa Águas de Petrolina

O grupo de especialista do TCE-PE que acompanhou o processo de privatização da empresa municipal Águas de Petrolina S.A., que foi criada para explorar os serviços de água e saneamento no município de Petrolina, no estado de Pernambuco, realizou os estudos de

avaliação econômico-financeira dessa empresa, a avaliação jurídica do processo, incluindo o edital, e o contrato de concessão.

A Constituição Federal de 1988, em seu art. 30, garante aos municípios as atribuições de legislar sobre assuntos de interesse local, assim como atribui, no art. 175, as funções de organizar e prestar, diretamente ou sob regime de concessão ou permissão, os serviços públicos, sempre que reconhecidos de interesse local.

Os serviços de saneamento são definidos como de interesse local quando todas as instalações operacionais se situam no território do município. Neste caso, a gestão pode ser municipal ou delegada a outra entidade, mediante concessão do município.

Os serviços de saneamento são definidos como de interesse comum quando as instalações operacionais atendem a mais de um município. Neste caso, a gestão deve ser compartilhada entre o Estado e os municípios.

No caso de Pernambuco, a COMPESA opera em 168 municípios, correspondendo a 91,9% do total, enquanto as prefeituras operam em 15 municípios, correspondendo a 8,1% do total de municípios do Estado de Pernambuco.

Os serviços de saneamento possuem um custo diferenciado para cada município, devido a diversos fatores, tais como: distância dos mananciais, topografia, clima, geologia e outros. Por conta disso, caso a tarifa fosse cobrada pelo custo real em cada município, seu preço tornaria impraticável, o que leva a COMPESA a realizar o chamado “Subsídio Cruzado”, o qual funciona como um sistema de compensação entre municípios superavitários (apenas 10%) e deficitários, sendo o município de Petrolina um dos poucos considerados superavitários.

Para realizar as projeções necessárias dos fluxos de caixa futuros da empresa analisada, foram efetuados diversos cálculos relativos aos dados físicos e econômicos para um horizonte entre 2004 a 2028, dentro de certas premissas propostas no modelo de avaliação.

No caso da taxa de desconto, foi realizado pelos especialistas uma análise de sensibilidade, variando essa taxa entre 6,88% e 9,88%, sendo recomendada, ao final, a utilização de uma taxa de 8,88%, segundo o método de precificação de ativos de capital - CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

O valor total de todos os investimentos a serem realizados pela empresa Águas de Petrolina durante os 25 anos de concessão, foi calculado em R\$ 143.538.000. O valor faturado mensal por economia (m³/economia/mês) foi em média de 17,09, considerando-se um cenário otimista, e de 16,05, considerando-se um cenário pessimista.

As tarifas, um dos fatores principais no conjunto de premissas para a determinação do preço mínimo da empresa, foram consideradas estáveis, permanecendo inalteradas em termos reais, ou seja, não se levando em conta os efeitos da inflação.

Foram calculadas duas faixas de preço consideradas aceitáveis, dependendo da taxa de desconto utilizada para se julgar as propostas dos licitantes, da seguinte forma: (a) para uma taxa de desconto para julgamento das propostas de 8,88% a faixa de preços aceitáveis ficou entre R\$ 36,4 milhões (cenário pessimista) e R\$ 45,8 milhões (cenário otimista); (b) para uma taxa de desconto para julgamento das propostas de 7,88% a faixa de preços aceitáveis ficou entre R\$ 39,19 milhões (cenário pessimista) e R\$ 52,55 milhões (cenário otimista);

Nos referidos resultados apresentados para os dois cenários analisados, o estudo técnico em que se baseou a modelagem de privatização considerou investimentos de grande vulto necessários para a melhoria e eficácia do sistema a ser gerenciado pela empresa Águas de Petrolina. Observe-se, porém, que se encontra pendente, ainda, o processo de privatização da referida empresa.

4.4. Arrendamento do TECON do Porte de Suape

O Projeto Suape foi concebido há aproximadamente trinta e um anos pelo Governo do Estado de Pernambuco, através do Plano Diretor (1973/1975). A partir daí, iniciaram-se esforços para implantação de um complexo industrial e portuário, localizado no Cabo de Santo Agostinho, 40 km ao sul do município do Recife. Em 7 de novembro de 1978, foi criada a empresa SUAPE Complexo Industrial Portuário, com a finalidade de realizar atividades relacionadas com a implantação do complexo industrial portuário.

O início da operação do Porto de Suape ocorreu em abril/1984, quando foi realizado o primeiro embarque de álcool, através do Píer de Granéis Líquidos. Em junho/87, foram intensificadas as operações naquele Píer, com a transferência do Parque de Tancagem de Derivados de Petróleo, até então localizado no Porto do Recife. A partir de 1991, entrou em operação o Cais de Múltiplo Uso (CMU), movimentando carga geral contenerizada. Nesta mesma época, acresceu-se à concepção original de porto industrial, a vocação de Suape como porto concentrador de carga (*hub port*) de uso público, em função das grandes profundidades junto à costa (-17m a 1,2km do cordão de arrecifes).

A posição geográfica do porto de Suape relativamente a outros portos da América, da Europa e da própria costa brasileira despertou os armadores internacionais para uma estratégia planejada, passando a ser visto como o porto que poderia realizar, na costa atlântica da América do Sul, as operações de *transshipment*, ou seja, a transferência de cargas de navios de grande porte para as instalações portuárias e reembarcando-as em navios de menor porte, que as transportariam, por meio do sistema *feeder service*, com destino a portos de menor profundidade.

Em resumo, Suape apresenta todas as credenciais para ser um dos *hub port* brasileiros, constituindo-se na melhor opção para o estabelecimento de *feeder services*, a partir dos demais portos da Região Nordeste e de outras regiões do Brasil, constituindo-se na principal alternativa para o transbordo de cargas e para toda a costa atlântica da América do Sul.

Foi a partir da premissa de que o porto de Suape teria grandes probabilidades de se tornar um porto concentrador e distribuidor de cargas, que o Governo Estadual tomou a iniciativa de promover o arrendamento de dois cais e respectivos pátios, na tentativa de materializar a concepção formulada no passado.

Esta operação foi uma modalidade de privatização onde não houve transferência de controle acionário, por não existir empresa constituída, mas houve a delegação da competência de explorar as atividades portuárias para a iniciativa privada, mediante o pagamento de uma taxa de arrendamento, durante um período determinado.

Para elaboração da modelagem e definição do valor econômico-financeiro do supracitado arrendamento, o Governo Estadual contratou a *Internacional Finance Corporation – IFC*, consultora e braço privado do Banco Mundial.

A atuação do TCE-PE no acompanhamento desta operação se deu através da verificação da legalidade e da economicidade. Tudo isso, aproveitando experiência bem sucedida obtida no processo de privatização da CELPE, na qual conseguiu agregar valor à precificação mínima para alienação da referida empresa.

A licitação do terminal de contêineres foi aberta em julho/2000. A equipe do TCE-PE que cuidou em discutir os cenários, premissas, as várias rubricas de receitas e despesas, taxa de retorno e investimentos contemplados no fluxo de caixa viável, elaborado pela IFC, para definir o preço mínimo do leilão, muito argüiu, num processo dialético criativo intenso, todas as variáveis, explicações e justificativas apresentadas durante o processo de arrendamento.

A equipe técnica do TCE-PE verificou, durante o processo de auditoria, que a adoção de uma taxa fixa de arrendamento prejudicava o interesse do Estado, pois, como o mercado estava em expansão constante, seria necessário que o Estado participasse dos ganhos de

produtividade e rentabilidade que o investidor irá obter na atividade. Nesse sentido, o avaliador concordou que deveria ser cobrada uma taxa variável sobre contêiner movimentado.

Além disso, a equipe técnica discordou da previsão inicial do avaliador de que a taxa interna de retorno mínima fosse de 20%, a qual passou posteriormente a ser definida pelo avaliador em 15%. Assim, após vários pareceres, o corpo técnico do TCE-PE conseguiu convencer a consultora a elevar o preço mínimo apresentado, que estava em torno dos R\$ 77.000.000,00 e passou para os R\$ 101.200.000,00 fixados pelo Estado. Este valor mínimo correspondeu à parte fixa do arrendamento, que foi composta de um sinal de R\$ 8.200.000,00, mais quatro parcelas anuais de R\$ 775.000,00 durante os trinta anos de prazo do arrendamento.

A disputa em leilão se deu na parte variável do valor do arrendamento, a ser pago pela arrendatária em função do número de contêineres que a mesma pudesse movimentar no terminal, segundo previsão por ela proposta, com preços e quantidades estimadas para contêineres cheios, vazios e de transbordo movimentados de e para navios de qualquer linha (longo curso, cabotagem e mercosul).

Os principais lances dados na licitação foram mais que o dobro do preço mínimo fixado e a proposta vencedora, mais que o triplo. Assim, a oferta vencedora foi aquela que somou ao valor fixo (R\$ 101.200.000,00) o maior valor variável. Dessa forma, o valor total do arrendamento foi de R\$ 348.812.840,40 (R\$ 101.200.000,00 + R\$ 247.612.840,40).

Tal valor surpreendeu a consultora, uma vez que a proposta comercial da empresa vencedora apresentou um ágio de aproximadamente 245% (o maior já obtido em licitações de terminais portuários no Brasil).

A empresa vencedora, a *International Container Terminal Services, Inc - ICTSI*, de capital filipino, tomou o nome de TECON SUAPE SA para exploração do terminal de contêineres em Suape.

5. Conclusão

Os processos de privatizações das estatais e das concessões de serviços públicos, como foram analisados por este estudo, são de natureza complexa e exigem dos órgãos de controle externo um esforço maior em relação às suas auditorias normalmente realizadas. Porém, tal atribuição faz parte do papel constitucional dos Tribunais de Contas como órgãos de fiscalização dos recursos públicos.

Para se evitar possíveis questionamentos e dúvidas sobre o preço de alienação das empresas estatais ou do valor das concessões dos serviços públicos transferidos para as empresas privadas, é importante a participação do controle externo no acompanhamento e verificação dos cálculos de avaliação econômico-financeira desses patrimônios e serviços concedidos, realizados por consultorias normalmente contratadas pelo Poder Executivo.

O estudo dos quatro casos evidencia o papel positivo do TCE-PE nas privatizações realizadas em Pernambuco. A análise realizada por esse órgão de controle externo, de forma independente e prévia à dos consultores contratados, foi de extrema importância, permitindo que o TCE-PE se antecipasse à fixação do preço oficial mínimo dos leilões de licitação, facilitando que as divergências das análises técnicas apontadas fossem discutidas antecipadamente com o gestor público responsável, corrigindo-se possíveis distorções de avaliação.

Embora não seja possível generalizar as conclusões aqui obtidas, as mesmas contribuem para que a sociedade possa cobrar dos seus respectivos Tribunais de Contas uma fiscalização mais tempestiva no processo de reformas que o País vem sofrendo, garantindo uma maior transparência e segurança social, no intuito de salvaguardar o patrimônio estatal, principalmente quando o que está em jogo é o interesse público.

6. Referências

ALEXANDRINO, Marcelo; PAULO, Vicente. **Direito administrativo**. 3. ed. Rio de Janeiro: Impetus, 2002.

ARELLANO, D. Challenges for the new public management: organizational culture and the administrative modernization program in Mexico City (1995-1997). **American Review of Public Administration**, vol. 30, n. 4, Dec., 2000.

ATKINSON, A. et al. **Contabilidade Gerencial**. São Paulo: Atlas, 2000.

ARVATE, P.; BIDERMAN, C. **Economia do setor público no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF: Senado, 1988.

_____. **Lei nº 9.491 de 9 de setembro de 1997**. Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas - Teoria e Prática**. 2. ed. São Paulo: Bookman, 2004.

GALNOOR, I.; ROSENBLOOM, D. H.; YARONI, A. Creating new public management reforms. **Administration & Society**, vol. 30, n. 4, September, 1998.

GARRISON, R.H; NOREEN, E.W. **Contabilidade Gerencial**. 9 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2001.

GERI, L.R. New Public Management and the reform of international organizations. **International Review of Administrative Sciences**. vol. 67, 2001.

HOJI, M. **Administração financeira: uma abordagem prática**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

MARTINS, E. et al. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MINARD, A.M. A.F. **Teoria de opções aplicada a projetos de investimento**. São Paulo: Atlas, 2004.

PERNAMBUCO. **Lei n.º 11.484 de 13 de dezembro de 1997**. Autoriza o Poder Executivo a alienar a sua participação acionária na Companhia Energética de Pernambuco - CELPE e da outras providências.

_____. **Lei n.º 11.629 de 28 de janeiro de 1999**. Dispõe sobre a estrutura organizacional do Poder Executivo Estadual, cria e extingue cargos e dá outras providências.

_____. **Lei Complementar n.º 11.626 de 31 de janeiro de 2003**. Dispõe sobre as áreas de atuação, a estrutura e o funcionamento do Poder Executivo, e dá outras providências.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

TRIVIÑOS, A. N. S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais**: a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: ATLAS, 1990.

WEYGANDT, J. J.; KIESO, D.E.; KIMMEL, P.D. **Contabilidade financeira**. Rio de Janeiro: LTC, 2005.

YIN, Robert K. **Estudo de caso**: planejamento e métodos. 3.ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.