

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ

CAEN - CURSO DE MESTRADO EM ECONOMIA

**Privatização no Brasil: impactos sobre as contas públicas e
sobre o desempenho das empresas privatizadas**

Autor: Edilberto Carlos Pontes Lima

Dissertação apresentada à Universidade Federal do
Ceará (UFC), como requisito parcial à obtenção do
grau de Mestre em Economia.

BCME - BIBLIOTECA

Fortaleza

Novembro de 1997

A Magda por sua força, caráter e doçura;

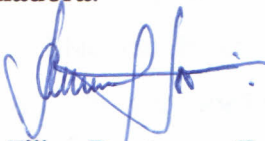
A meus pais, pelo exemplo;

A meus irmãos, pelos bons momentos.

Privatização no Brasil: impactos sobre as contas públicas e sobre
o desempenho das empresas privatizadas

Dissertação apresentada à Universidade Federal do
Ceará (UFC), como requisito parcial à obtenção do
grau de Mestre em Economia.

Banca Examinadora:

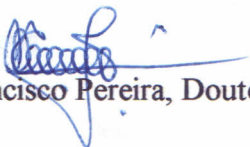


Jair do Amaral Filho, Doutor em Economia. Orientador.



Ana Maria Fontenele, Doutora em Economia.

BCME - BIBLIOTECA



Francisco Pereira, Doutor em Economia.

Fortaleza

Novembro de 1997

Agradecimentos

Muitas pessoas contribuíram direta ou indiretamente para esta dissertação. Nominá-las envolve sempre o risco de deixar alguém importante de fora. Mesmo assim, quero registrar alguns agradecimentos. A Jair do Amaral Filho, meu orientador e amigo desde a época da graduação. Sua colaboração foi fundamental desde os primeiros ensaios do trabalho. Aos membros da banca examinadora, Francisco Pereira e Ana Maria Fontenele, pelas leituras atentas que ajudaram a clarear pontos obscuros. Ao primeiro agradeço ainda a atenção de deslocar-se de Brasília a Fortaleza apenas para a dissertação.

A CAPES, que financiou a minha permanência no mestrado.

Aos meus professores no CAEN, Ivan Castelar, Cesare Galvan, Ronaldo Arraes, Cristina de Melo, Osmundo Rebouças, Assuéro Ferreira, Pedro Jorge e Manoel Bosco. Aos demais professores do curso.

Aos meus colegas de turma, Oswaldo, Erivânio e Nélsion. Aos demais colegas do Caen, Haroldo, Nilson, Helena. Ao Cléber da cantina. Aos funcionários do mestrado, em especial Itamar, Dona Edna, Mercedes e Fábio.

Aos amigos que fiz no curto período em que trabalhei na Sudene. Em particular, Marcos Antunes, Caio, Enildo, Laureano, Fernanda, Nyedja, Vernon, Carine, Dinilson.

Aos colegas e amigos do IPEA. Em especial, Oswaldo, Nélsion (ambos também colegas de turma), Waldery, Maurício, Bizarria, Coelho, Rogério, Alexis, Mansueto, Marcelo, Adolfo, Marcela, Marco Flávio. A Carlos von Doellinger que leu e comentou um dos capítulos. Aos demais amigos de outras jornadas, em particular, Fernando, Sidrônio.

À minha querida Magda pela presença em todos os momentos.

Aos meus pais por todo apoio e incentivo. Aos meus irmãos, Herlano, Edson e Maria Helena.

A Deus, por tudo.

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| INTRODUÇÃO | 5 |
| 1. PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL: A EXPERIÊNCIA 1979-1997 | 7 |
| 1.1. HISTÓRICO | 9 |
| 1.2. AS MOEDAS DE PRIVATIZAÇÃO | 22 |
| 1.3 CONCLUSÃO | 31 |
| 2. IMPACTO DA PRIVATIZAÇÃO SOBRE AS CONTAS PÚBLICAS | 33 |
| 2.1. IMPACTO DAS PRIVATIZAÇÕES SOBRE AS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO | 34 |
| 2.2. PREÇO DE VENDA | 36 |
| 2.3. AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS QUE TÊM APRESENTADO PREJUÍZOS | 42 |
| 2.4. EMPRESAS ESTATAIS E RETORNO DE INVESTIMENTO DO GOVERNO | 45 |
| 2.5. DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS | 46 |
| 2.6. PRIVATIZAÇÃO E CRISE FISCAL | 48 |
| 2.7. A VELOCIDADE DA PRIVATIZAÇÃO FAZ ALGUMA DIFERENÇA? | 56 |
| 2.8. CONCLUSÃO | 59 |
| 3. EFEITOS DA PRIVATIZAÇÃO SOBRE O DESEMPENHO ECONÔMICO DAS EMPRESAS | 61 |
| 3.1. O PROBLEMA DO AGENTE-PRINCIPAL | 61 |
| 3.2. EMPRESAS PÚBLICAS E EMPRESAS PRIVADAS | 65 |
| 3.2.1. A EMPRESA PRIVADA | 67 |
| 3.2.2. A EMPRESA PRIVADA REGULADA | 68 |
| 3.2.3. A EMPRESA PÚBLICA | 69 |
| 3.3. DIFERENÇAS DE INCENTIVOS | 70 |
| 3.3.1. INCENTIVOS NA EMPRESA PRIVADA | 70 |
| 3.3.2. INCENTIVOS NA EMPRESA PÚBLICA | 71 |
| 3.3.3. INCENTIVOS NA EMPRESA PRIVADA REGULADA | 72 |
| 3.4. COMPARAÇÕES DE PERFORMANCE ENTRE EMPRESAS PÚBLICAS E PRIVADAS: EVIDÊNCIA EMPÍRICA | 74 |
| 3.5. EMPRESAS BRASILEIRAS PRIVATIZADAS NA DÉCADA DE 90 QUE PASSARAM A FIGURAR NA LISTA DAS 500 MAIORES EMPRESAS PRIVADAS | 86 |
| 3.6. CONCLUSÃO | 92 |
| 4. CONCLUSÕES | 94 |
| BIBLIOGRAFIA | 96 |

Introdução

Nos últimos 15 anos, as privatizações se generalizaram pelo mundo. Países da África, Ásia, America Latina e Europa promoveram amplos programas de vendas de empresas estatais. A idéia também chegou ao Brasil com muita intensidade, principalmente a partir do início dos anos 90, quando se tornou parte da agenda de prioridades dos governos que se sucederam desde então. De 1991 a 1997, venderam-se dezenas de empresas estatais, envolvendo recursos superiores a US\$ 20 bilhões. Apesar da eloqüência de tais números, é apenas a partir de 1997 que o programa brasileiro entra em sua principal fase, sendo esperados mais de US\$ 90 bilhões, entre 1997 e 2000, em nível federal e estadual.

Dentre as várias razões apontadas pelos governos de diferentes países para realizar privatizações, duas se destacam: a primeira é a contribuição para o ajuste fiscal naqueles com problemas nas contas públicas, na medida em que os recursos arrecadados constituem-se numa fonte adicional de receitas públicas, embora tenham caráter provisório. A segunda razão é a alegada ineficiência das empresas públicas quando comparadas às empresas privadas, ou seja, as empresas estatais seriam uma fonte de desperdícios de recursos por empregarem funcionários em excesso, terem mecanismos inadequados de monitoramento de seus administradores.

A magnitude dos programas e a sua generalidade pelo mundo geraram muitas reflexões sobre o tema, com autores de diversos países desenvolvendo idéias e teorias específicas para a privatização. Esta dissertação se propõe a analisar os dois aspectos acima citados sobre a privatização com ênfase no caso brasileiro, buscando refletir a partir da literatura desenvolvida nos últimos anos.

No primeiro capítulo, procura-se recuperar a história da privatização no Brasil, desde seus primeiros ensaios, no final dos anos 70, até sua fase mais recente, no governo Fernando Henrique. Nele, descrevem-se as normatizações dos processos, os valores arrecadados, as formas de pagamento, as dificuldades encontradas.

No segundo capítulo, discutem-se os impactos fiscais da privatização; montando-se um modelo de avaliação de tal impacto e discutindo diversos aspectos relacionados como o modelo de determinação do preço de venda, o histórico de rentabilidade das empresas

estatais, a situação fiscal no Brasil e suas perspectivas e a contribuição da privatização para garantir a transição entre o atual estado das contas públicas e a de um ajuste fiscal duradouro com as reformas constitucionais surtindo seus plenos efeitos.

No terceiro capítulo, analisa-se a razão teórica para se esperar que empresas estatais tenham pior performance econômica que empresas privadas. A análise se apóia na teoria da agência, centrando-se nos diferentes incentivos que os proprietários de empresas privadas e públicas possuem e em como estes afetam o monitoramento dos administradores das empresas. Mostram-se diversos estudos comparativos de diferenças performance entre empresas públicas e privadas e analisa-se o desempenho de 10 empresas brasileiras privatizadas no início da década de 90 que passaram a figurar na lista das 500 maiores empresas privadas do país.

1. Privatização no Brasil: a experiência 1979-1997

A privatização - entendida neste texto como a transferência total ou parcial dos direitos de propriedade de uma empresa pública para o setor privado¹ e como a concessão do direito de explorar um serviço público ao setor privado - entra formalmente na pauta de debates brasileira em 1979 com a criação do Programa Nacional de Desburocratização que, entre outros objetivos, estabelecia a venda de empresas estatais.

Durante quase 50 anos (1930-1979), o estado brasileiro tanto criou como absorveu empresas. Os motivos foram os mais variados: recursos insuficientes por parte do setor privado, setores estratégicos para a economia nacional, nacionalismo econômico e socorro a empresas privadas em dificuldade². Como nota Guislain (1997), a absorção e criação de empresas por parte do Estado neste século foi uma característica mundial - os Estados Unidos como das poucas exceções.

Em 1979 havia cerca de 300 empresas estatais federais no Brasil, num universo que abrangia bancos, siderúrgicas, empresas de petróleo e derivados, hotéis, só para citar alguns casos. Para se ter uma idéia do tamanho da participação de tais empresas na economia nacional, entre 1970 e 1981, a poupança bruta do setor produtivo estatal federal respondeu, em média, por 3,68% do PIB o que representou, em média, cerca de 18,68% de toda a poupança bruta do setor privado³. Em 1982, o valor agregado produzido pelas empresas públicas brasileiras representavam 4,7% do PIB e a Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF), 25,8% da FBKF total⁴. Como analisado por Trebat (1983) tais empresas desempenharam um papel de extrema importância no processo de desenvolvimento brasileiro.

Dois aspectos contribuíram decisivamente para repensar a situação descrita acima. O primeiro, de natureza interna, foi a quase completa perda de capacidade de investimento do Estado brasileiro provocado pela crise da dívida no final dos anos 70 e o segundo aspecto, de

¹ A privatização assumiu diferentes significados na literatura: i) transferência total ou parcial dos direitos de propriedade de uma empresa ao setor privado (o que assumimos nestes texto); ii) submissão de empresas estatais às mesmas regras válidas para o setor privado em situação de concorrência, mediante o estabelecimento de contratos de gestão; iii) desregulamentação da economia com a finalidade de aumentar a concorrência. (Ver Plane, 1994).

² Ver Trebat (1983).

³ Ver Werneck (1987). É preciso notar que pela metodologia do IBGE, empresas estatais são consideradas como parte do setor privado, mas Werneck as separa do setor privado para chegar ao número acima mencionado.

⁴ Segundo CEPAL (1994).

natureza externa, foi a ampla repercussão que os programas de liberalização (incluíam a desregulamentação e a privatização) anunciados pela Grã-Bretanha e seguida por muitos países tiveram. Guislain (1997) contabiliza mais de 100 países com programas de privatização, dentre eles, Argentina, Chile, Colômbia, México e Peru na América Latina; Malásia, Paquistão e Filipinas na Ásia; França e Grã-Bretanha, na Europa Ocidental; Marrocos e Nigéria na África são alguns exemplos. O autor estima que o volume arrecadado anualmente apenas em 1995 e 1996 tenha alcançado algo próximo a US\$ 80 bilhões. Kikeri et alli (1994) calculam que mais de 15 mil empresas foram privatizadas no mundo, desde que a onda de privatização iniciou-se, a maior parte depois de 1990.

Assim, a crise de financiamento do estado brasileiro somada à grande repercussão que os programas de privatização tiveram pelo mundo, propiciaram um ambiente favorável a que se discutisse seriamente a transferência de empresas estatais ao setor privado⁵.

Modificações dessa natureza não são feitas facilmente e é natural que muitas resistências surjam ao menor sinal de mudanças⁶. A oposição mais freqüente, nesses casos, e no Brasil foi assim, é de políticos que detêm influência sobre determinadas empresas, indicando dirigentes e prioridades de investimentos, de empresas privadas beneficiadas com insumos subsidiados, de empregados que recebem vantagens não acessíveis aos trabalhadores do setor privado, de cidades ou estados onde se localizam estatais que ali não estariam se fossem observados unicamente vantagens locais. A oposição também parte dos que temem que empresas privadas piorem a eficiência alocativa da economia, na medida em que explorem apenas as partes mais lucrativas dos negócios, utilizem o poder de monopólio em escala maior do que fariam se não fossem estatais e de setores socialistas ou contrários à economia de mercado.

Como as resistências eram grandes, a privatização no Brasil iniciou-se timidamente, privatizando-se inicialmente empresas estatais que haviam sido absorvidas pelo estado, geralmente em decorrência de elevado endividamento junto ao setor público; depois vendendo-se empresas historicamente estatais do setor industrial - governos Collor e Itamar - e por último, governo Fernando Henrique, privatizando-se o setor de infra-estrutura. Tal

⁵ Há outros motivos para a privatização como, por exemplo, a performance econômica insatisfatória das empresas estatais, comparadas com empresas privadas. No capítulo 3, discutir-se-á detalhadamente este ponto.

estratégia deveu-se, como se disse anteriormente, às grandes resistências que surgiram, forçando os sucessivos governos a optarem pelo caminho de menor resistência⁷. É interessante observar que esta estratégia foi seguida na maior parte dos países, conforme descrito por Kikeri et alli: “A maior parte dos países que estão privatizando -incluindo Chile, Jamaica, Mexico, Filipinas, Polônia, Togo, Tunisia, e o Reino Unido - começaram vendendo pequenas e médias firmas que atuavam em mercados competitivos. Tais vendas requerem pequenas reestruturas prévias, implicam em baixo risco político, e são mais facilmente absorvidas pelos investidores privados e ajudam a preparar a venda subsequente de grandes e complexas empresas estatais.” (Kikeri et alli, 1994, pág 258; tradução nossa).

O objetivo do presente capítulo é reconstituir a história do processo de privatização no Brasil de 1979 até maio de 1997⁸.

1.1. Histórico

Após a criação do Programa Nacional de Desburocratização (Decreto 83.740 de 18.7.79), o governo criou a Secretaria de Controle de Empresas Estatais - Sest com a função de controlar os recursos e dispêndios de empresas estatais e a colocou na Secretaria de Planejamento - Seplan. A Sest foi importante porque possibilitou uma maior coordenação do setor produtivo estatal e maior controle do endividamento, do nível de investimento e da política de pessoal por parte do governo, além disso, passou a realizar o recenseamento e divulgação de dados sobre as estatais.⁹

A próxima etapa foi a fixação de normas para a transferência, transformação e desativação de empresas controladas pelo governo federal (Decreto 86.215 de 15.7.81). Os ministros da Seplan, Fazenda e Desburocratização ficaram encarregados da direção do processo estabelecido pelo Decreto. Formou-se uma comissão especial com representantes dos três ministros que ficou responsável pelo levantamento e identificação das empresas a serem privatizadas ou desativadas.

⁶ Werneck (1989) comenta as resistências mais comuns à privatização. Kay & Thompson (1986) descrevem as dificuldades que as privatizações britânicas tiveram que enfrentar (em muitos aspectos, bastante semelhantes às dificuldades enfrentadas no Brasil).

⁷ Não havia nem no seio dos próprios governos Figueiredo e Sarney um consenso sobre a necessidade de privatizar. A influência dos grupos nacionalistas estatizantes era muito forte em ambos os governos e a privatização, a despeito de todos os problemas de financiamento do Estado, não estava de fato na agenda de prioridades dos mesmos.

⁸ O trabalho segue Mendes (1987) até as privatizações de 1986.

⁹ Embora tenha tido uma atuação desastrosa em certos momentos (Ver Werneck, 1987).

Mendes (1987) chama a atenção para a restrição imposta ao investidor estrangeiro, tendo o Decreto reservado aos cidadãos brasileiros residentes no país ou a empresas ou grupos de empresas sob o controle nacional o direito de compra das empresas a serem privatizadas, proibindo, inclusive, os compradores de as revenderem a empresas não nacionais no futuro.

O período 1979-84 coincide com o do governo Figueiredo e o balanço da privatização é bastante modesto: apenas 12 empresas foram privatizadas (Quadro 1), o valor total das operações foi inferior a US\$ 190 milhões de dólares e o arrecadado imediatamente pelo governo foi bem menos ainda, já que a venda exigia apenas parte do pagamento à vista (em geral, 30%) com o restante financiado pelo próprio governo (via BNDES) em vários anos. A forma de venda variou de concorrência pública, leilão na Bolsa de Valores até venda direta.

O perfil das empresas privatizadas no período é de empresas outrora privadas que se encontravam em dificuldade, em geral com alto grau de endividamento junto ao BNDES, que acabaram sendo estatizadas quando constatada a incapacidade de saldar os compromissos. Assim, o núcleo do setor produtivo estatal permanecera intocado no programa, havendo apenas privatizações na margem, ou seja, de empresas que se tornaram estatais por força das circunstâncias.

Quadro 1.1 - Privatizações no Governo Figueiredo

| | | US\$ Mil |
|-------------------------|--------------------|----------------|
| Empresa | Setor | Preço de Venda |
| Química do Recôncavo | Químico | 5.061 |
| Cia. América Fabril | Têxtil | 28.756 |
| Riocell | Celulose | 77.542 |
| Tecidos D. Izabel | Têxtil | 16.898 |
| Método | Consultoria | 11 |
| Imbrapel | Papel | 3.245 |
| Coperbo | Borracha Sintética | 24.772 |
| Opalma | Óleos Vegetais | 3.055 |
| Cia. Federal de Seguros | Seguros | 7.107 |
| Nitriflex | Química | 5.372 |
| Cimento Portland Perus | Mat. de Construção | 15.879 |
| Liv. José Olympio S.A. | Editora | 281 |
| Total | | 187.979 |

Fonte: Mendes (1986) e Mello (1994)

Em 1985, toma posse o governo da “Nova República” com propósito anunciado de levar a frente um amplo programa de privatização. Em novembro de 1985, as regras do jogo são definidas (Decreto 91.991 de 28.11.85): a indicação das empresas a ter o controle acionário transferido, a abertura de capital e a desativação de empresas passaram a ser responsabilidade direta do Presidente da República; instituiu-se o Conselho Interministerial de Privatização formado pelos ministros da Seplan, Fazenda, Desburocratização, Indústria e Comércio e pelo ministro ao qual a empresa privatizável estivesse subordinada (este também ficou responsável pela condução do processo); empresas de consultoria e auditoria foram contratadas para propor modelos de privatização e realizar a avaliação econômico-financeira; restringiu-se a venda ao capital nacional, mas permitiu-se a venda posterior ao capital estrangeiro. Esta última medida representou um avanço em relação ao modelo anterior que não admitia participação de capital estrangeiro de nenhuma maneira.

Em novembro de 1986, o governo fez uma alteração importante nas regras (Decreto 93.688 de 11.86), deixando a condução do processo nas mãos do Conselho Interministerial de Privatização e não mais do ministro responsável diretamente pela empresa. Tal medida teve um impacto significativo na medida em que o ministro ao qual a estatal privatizável estava subordinada nem sempre tinha interesse na efetivação do processo, pois o mesmo representava perda de influência sobre as empresas (decisões de investimento, nomeação de dirigentes, etc) e, em consequência, diminuição de poder, o que poderia levá-lo a criar obstáculos artificiais ou a empenhar-se pouco para transpor obstáculos reais.

Em março de 1988, novas modificações surgem: instituiu-se o Programa Federal de Desestatização com objetivo de efetuar a privatização das estatais e elaborar projetos de desestatização e desregulamentação; criou-se o Conselho Federal de Desestatização composto pelos ministros da Seplan, Trabalho, Fazenda, Indústria e Comércio, e representantes de trabalhadores e empresários; formou-se o Grupo de Trabalho responsável pela execução e organização de cada processo.

O objetivo das mudanças foi sinalizar o comprometimento do governo com a desestatização, dando mais agilidade à sua execução. A inclusão de representantes dos trabalhadores e empresários veio atender à reivindicação por maior participação da sociedade no processo.

Apesar do esforço formal do governo Sarney¹⁰, na prática, as privatizações no período foram quase insignificantes. Venderam-se 15 empresas, arrecadando-se pouco menos de US\$ 500 milhões (Quadro 1.2) e, novamente, o arrecadado de imediato foi bem inferior na medida em que o governo financiava a maior parte da compra em vários anos. A forma de venda mais freqüente foi o leilão em Bolsa de Valores, mas houve também venda através de concorrência pública e distribuição secundária.

Quadro 1.2 - Privatizações no Governo Sarney

| | | US\$ Mil |
|---------------------------|--------------------|----------------|
| Empresa | Setor | Preço de Venda |
| Melhoramentos Blumenau | Têxtil | 420 |
| Nova América | Têxtil | 15855 |
| Piratininga do NE | Bens de Capital | 1428 |
| Máquinas Piratininga | Bens de Capital | 107 |
| Engematic | Bens de Capital | 3827 |
| Fermag | Ligas magnéticas | 853 |
| Sibra | Borracha Sintética | 47609 |
| Aracruz Celulose | Óleos Vegetais | 156200 |
| Celpag | - | 72736 |
| Cosim | - | 4123 |
| Cimental | - | 59000 |
| CBC | Mineração | 7216 |
| Cia. de Celulose da Bahia | Celulose | 14409 |
| Cofavi | - | 8214 |
| Usiba | Siderurgia | 54244 |
| Total | | 446241 |

Fonte: Mello (1994)

Para se ter uma idéia da timidez da privatização na década de 80, o patrimônio líquido total das empresas consideradas privatizáveis em 1988, o que excluía a quase totalidade do sistema financeiro estatal, a Petrobrás, a Companhia Vale do Rio Doce e o Sistema Telebrás alcançava algo em torno de US\$ 14 bilhões, ou seja, privatizou-se, em 10 anos, pouco mais de 5% do patrimônio líquido total privatizável.

A característica mais importante da privatização nos governos Figueiredo e Sarney foi a venda de empresas anteriormente privadas. A parte mais tradicional e significativa das estatais não foi tocada. A explicação para a timidez do programa em ambos os governos é

¹⁰ É preciso notar que talvez o interesse real do governo Sarney pelas privatizações não fosse tão grande assim. Werneck (1989) chama a atenção para uma entrevista do então secretário demissionário do Conselho Interministerial de Privatização, David Moreira, criticando a falta de interesse do governo pelas privatizações - o que seria o motivo de sua saída do cargo.

que de fato ele não estaria nas suas agendas de prioridades nem seria uma exigência da sociedade. Velasco Jr (1997) tem uma interpretação bem particular para as privatizações do governo Sarney: ocorreram basicamente pela decisão de uma agência governamental (O BNDES), que era proprietário da maior parte das empresas privatizadas no período por intermédio da BNDESPAR; nas palavras do autor: *“pode-se dizer que as privatizações foram condicionadas pela ação auto-interessada de uma agência governamental específica, a qual definiu e implementou estrategicamente uma política pública”*. O Presidente Sarney apenas teria endossado uma política que, como era apenas marginal, não lhe causava desgastes políticos. A motivação do banco para as privatizações é que as empresas haviam sido por ele absorvidas como forma de pagamento de dívidas, mas se constituíam num estorvo. Segundo um documento do BNDES, citado por Velasco Jr. (op. cit., pág. 13), eram as seguintes as motivações do banco para implementar o programa:

“a) o elevado número de empresas controladas pela BNDESPAR chegou a concentrar mais de 50% do volume de seus desembolsos no período 1982/85. (...) os investimentos se voltaram basicamente para custear gastos correntes das controladas;

b) verificava-se um direcionamento de esforços para o acompanhamento financeiro e operacional dessas empresas, (...) que se encontravam em situação extremamente crítica;

c) os aportes de capital nas empresas controladas se revelavam ineficazes, em face do contexto que envolvia as empresas estatais (dificuldade em se garantir uma administração profissional; reduzida flexibilidade gerencial para operar em mercados competitivos; e dificuldade em se manter uma política estável de preços, em função da prática vigente de utilizar empresas estatais para combater a realimentação inflacionária);

d) a BNDESPAR passou a acusar sucessivos prejuízos, no período 1982/87, cujas causas eram atribuídas ao exposto nos itens anteriores”.

Como o BNDES, apesar de ser uma agência governamental, teria o lucro como um dos instrumentos para cumprir a sua função institucional de financiar o desenvolvimento econômico¹¹, livrar-se de empresas que só lhe traziam encargos era de fato importante. Apesar de Velasco Jr. não fazer referência às privatizações do governo Figueiredo; pelas suas

¹¹ Apenas parte dos recursos do BNDES tem fonte externa cujo Fundo do Amparo do Trabalhador (FAT) é o principal. O restante vem dos lucros de suas próprias operações.

similaridades com as do governo Sarney (a maior parte foram empresas estatizadas pela BNDESPAR em razão de não pagamento de dívidas contraídas junto ao BNDES), o argumento básico continuaria o mesmo.

A modéstia dos números das privatizações nos dois governos é eloqüente: de fato, a privatização não estava nas suas agendas de prioridades; a despeito de intenções anunciadas, não havia compromisso de levar avante um programa mais profundo e abrangente e optou-se pelo caminho mais fácil da privatização de empresas estatais originalmente privadas. O desafio de mexer no núcleo do setor produtivo estatal ficou para o governo seguinte.

Em março de 1990, toma posse o presidente Fernando Collor com um bem articulado discurso de modernização da economia brasileira, que incluía a abertura comercial, a reforma administrativa, a desregulamentação da economia e a privatização.

O programa de privatização era extremamente ambicioso e tinha como objetivos declarados: redefinir o papel do Estado na economia; permitir a retomada de investimentos nas empresas privatizadas já que o Estado não teria mais recursos para tal; reduzir a dívida pública; melhorar a performance econômica das empresas e, por último, fortalecer o mercado de capitais do país¹².

Parte das empresas estatais tinha garantias constitucionais que impediam a privatização¹³. Eram os casos da Petrobrás e do sistema de telecomunicações. O governo, então, iniciou o programa por onde era imediatamente possível sem alterações na Constituição Federal, o que explica, em parte, a opção pela privatização do setor industrial.

Os passos adotados no processo de privatização foram os seguintes: um decreto presidencial incluía a empresa no Programa Nacional de Desestatização e colocava suas ações no Fundo Nacional de Desestatização; em seguida, consultores eram contratados (via licitação) para realizar avaliações econômico-financeiras preliminares e definir o modelo de venda; procediam-se aos ajustes operacionais prévios à venda e depois à avaliação econômico-financeira definitiva; preparava-se o processo de alienação, definia-se o preço mínimo e divulgava-se o processo de venda; por último, fechava-se o processo com a realização e liquidação financeira da venda.

¹²Lei 8031/90. Cria o PND e dá outras providências.

¹³Ver Constituição Federal art.21, XI e XII; art 177, II.

Em algumas empresas¹⁴, seguiu-se o modelo britânico de ações de classe especial, subscritas apenas pela União, com direito a veto em algumas decisões da empresa¹⁵. Esta medida seria importante quando o comprador estivesse desviando-se de objetivos de interesse público como, por exemplo, fechar a empresa ou alterar sensivelmente decisões de investimento. Estabeleceu-se um limite de participação estrangeira no capital votante das empresas privatizadas de 40%, salvo autorização legislativa. Tal restrição veio atender reivindicações de setores nacionalistas.

Um dos itens que mais causou polêmicas foram as formas de pagamento aceitas: além da moeda corrente do período, aceitaram-se a moeda vigente anteriormente (cruzado novo) em poder do Banco Central; Títulos da Dívida Agrária (TDA's); Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND's); Certificados de Privatização (CP's); débitos vencidos renegociados após a certificação pelo Tesouro Nacional; créditos e títulos da dívida externa, que incluíam os DFA's (Deposit Facilities Agreement), os BID (Brazilian Investment Bond) e os NMB (New Money Bond); debêntures da Siderbrás e Letras Hipotecárias da Caixa Econômica Federal.¹⁶

Os críticos classificaram as formas de pagamento acima de “moedas podres”, pois tratava-se ou de dívida do governo vencida ou a vencer com baixo valor de mercado porque não se acreditava que seriam honradas ou de títulos de longo prazo cujo serviço era de baixo custo (no máximo 6% a.a). Trocar ativos (ações de empresas estatais) por passivos de custo pouco elevado seria, segundo os críticos, mal negócio para o governo. Mais inteligente seria receber moeda corrente para abater dívida de curto prazo cujo serviço é muito mais elevado que o das dívidas acima.

Mesmo com as críticas, o processo foi em frente: privatizaram-se, em apenas 1 ano¹⁷, 17 empresas, envolvendo um volume de recursos da ordem de US\$ 4,52 bilhões. O quadro 1.3 mostra as moedas utilizadas. Observe a pequena participação de moeda corrente (11%); as demais moedas mais usadas foram: debêntures da Siderbrás (17,19%); Certificados de Privatização (24,49%); Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (12,4%);

¹⁴ Este tipo de ação foi estabelecido no caso da Celma, uma companhia de manutenção de aeronaves.

¹⁵ Para uma descrição do modelo britânico de privatização, ver “Privatization: sharing the UK experience”. Her Majesty Treasury. 1989.

¹⁶ Uma exposição mais aprofundada sobre as moedas será feita mais adiante

¹⁷ O governo passou 19 meses montando o arcabouço institucional e preparando o processo de venda.

Dívidas Securitizadas da União (23,8%); Títulos da Dívida Agrária (7,64%). Os títulos da Dívida Externa tiveram uma participação muito pequena - menos de 1%. O capital estrangeiro participou com R\$ 254,2 milhões, cerca de 5,6% do total. Além dos valores efetivamente arrecadados, o governo transferiu cerca de US\$ 1,36 bilhões de dívida das empresas para o setor privado, diminuindo o endividamento do setor público.

O grande volume de recursos envolvidos em comparação ao dois governos anteriores e os setores privatizados (siderurgia, fertilizantes e petroquímica), tradicionalmente estatais e considerados por muitos estratégicos para a economia nacional, revelam o profundo comprometimento político do governo Collor com a privatização.

QUADRO 1.3

PRIVATIZAÇÕES NO GOVERNO COLLOR DE MELLO

(US\$ milhões)

| Empresa | Data | Setor | Valor | SIBR | CP | OFND | Moedas | | | | Moeda Corrente |
|--------------------|----------|----------------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|--------------|---------------|-------------------|
| | | | | | | | DISEC | TDA | DIVEX | CEF | |
| 1.USIMINAS | 24.10.91 | siderurgia | 1.941,20 | 544,6 | 323,38 | 247,9 | 259,4 | 65,3 | 4,4 | | 495,4 |
| 2.CELMA | 01.11.91 | Material aeronáutico | 91,1 | 55,6 | 8,4 | 4,2 | 6,8 | 16 | | | |
| 3.MAFERSA | 11.11.91 | Material transporte | 48,8 | 23,7 | | 25,1 | | | | | |
| 4.COSINOR | 14.11.91 | siderurgia | 15 | | 15 | | | | | | |
| 5.SNBP | 14.01.92 | Navegação fluvial | 12 | 12 | | | | | | | |
| 6.INDAG | 23.01.92 | fertilizantes | 6,8 | | 6,8 | | | | | | |
| 7.PIRATINI | 14.02.92 | siderurgia | 106,7 | 23,6 | 66,2 | | 9,8 | 7 | | | 0,1 |
| 8.PETROFLEX | 10.04.92 | petroquímica | 234,1 | 2,2 | 154,1 | 64 | 9,5 | 3,9 | | | 0,4 |
| 9.COPEL | 15.05.92 | petroquímica | 859,8 | 81,9 | 276,9 | 60,4 | 341,1 | 86,9 | 7,7 | 4,8 | |
| 10.ÁLCALIS | 15.07.92 | química | 49,1 | | 4,7 | | 33,5 | 10,9 | | | |
| 11.CST | 16.07.92 | siderurgia | 353,6 | 5,2 | 72,6 | 7,2 | 172,2 | 12,2 | | 77,9 | 6,2 |
| 12.NITRIFLEX | 06.08.92 | petroquímica | 26,2 | | 7,6 | | 18,6 | | | | |
| 13.FOSFÉRTIL | 12.08.92 | fertilizantes | 182 | | 29,4 | | 145,9 | 6,4 | | 0,3 | |
| 14.POLISUL | 11.09.92 | petroquímica | 56,8 | 2,2 | 24,7 | | 5,5 | 13,1 | 11,4 | | |
| 15.PPH | 29.09.92 | petroquímica | 59,4 | | 43,6 | | 0,4 | | 15,3 | | |
| 16.Goiásfértil | 08.10.92 | fertilizantes | 13,1 | | 0,2 | | 0,4 | 12,5 | | | |
| 17.ACESITA | 22.10.92 | siderurgia | 465,4 | 26,5 | 74 | 152 | 75,8 | 111,6 | 2,1 | 23,3 | |
| TOTAL | | | 4.521,10 | 777,50 | 1.107,58 | 560,80 | 1.078,90 | 345,80 | 40,90 | 106,30 | 502,10 |
| PERCENTAGEM | | | 100,00 | 17,20 | 24,50 | 12,40 | 23,86 | 7,65 | 0,90 | 2,35 | 11,11 |

Fonte: BNDES

Obs.: Sibr = Debêntures da Siderbrás; CP = Certificados de Privatização; OFND = Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento; Disec = Dívidas Securitizadas da União; TDA = Títulos da Dívida Agrária; Divex = Títulos da Dívida Externa; CEF = Letras Hipotecárias da Caixa Econômica Federal

O *impeachment* de Collor e a conseqüente ascensão de Itamar Franco à Presidência da República não impediram a continuidade do processo de desestatização, apesar das críticas anteriores do então Vice-Presidente ao programa e da sua antiga posição estatizante e nacionalista.

A concepção e os procedimentos foram, de uma forma geral, os mesmos. As inovações foram as seguintes¹⁸: vinculação técnica da Comissão Diretora ao Ministério da Fazenda - ministério teoricamente mais interessado nas receitas das privatizações - ao contrário do modelo anterior em que ela não tinha vínculos com nenhum ministério; fim da restrição ao capital estrangeiro de 40% de participação do capital votante - percebeu-se que a restrição havia sido desnecessária porque a participação do capital estrangeiro até então era residual; estabelecimento de obrigação de que os recursos recebidos em moeda corrente fossem aplicados em NTN-P cuja finalidade precípua seria a amortização da dívida pública mobiliária federal¹⁹; fixação de um percentual mínimo de pagamento em moeda corrente - a fim de atender à crítica muito freqüente, como comentado anteriormente, da aceitação das “moedas podres” - a ser estabelecido, caso a caso, pelo próprio Presidente da República.

Nos dois anos e três meses de Itamar Franco na presidência da República, arrecadaram-se US\$ 3,64 bilhões e transferiram-se US\$ 1,9 bilhões em dívida ao setor privado; venderam-se 16 empresas entre as quais a Companhia Siderúrgica Nacional, símbolo do papel do Estado na atividade produtiva²⁰. O histórico discurso nacionalista e estatizante do Presidente da República, na prática, não se constituiu num obstáculo ao avanço do programa, apesar de alguns recuos a cada rompante seu.

O fato do Presidente Itamar Franco ter sido um crítico constante das privatizações no período Collor e de seu governo ter seguido as diretrizes básicas estabelecidas no governo anterior não deixa de ser um fato intrigante. Velasco Jr. (op. cit.) o interpreta a partir de conceitos, extraídos da ciência política, de *governance* e de efeito “*lock in*”. A idéia é que o

¹⁸ Medida Provisória No. 362 (25.10.93) e Decreto 1204 (29.7.94)

¹⁹ Decreto No. 1.139 (11.5.94). Apesar da amortização da dívida pública estar citada em primeiro lugar, o Decreto ainda considera a utilização para custear programas e projetos nas áreas de ciência e tecnologia, saúde, defesa nacional, segurança pública e de meio-ambiente, mediante aprovação do Presidente da República. Esta margem é muito larga e pode atrapalhar possíveis impactos fiscais se se prolifera a pulverização dos recursos entre tantos objetivos distintos.

²⁰ A Companhia Siderúrgica Nacional foi um marco na industrialização brasileira; criada em 1942 com financiamento americano como parte da barganha do então Presidente Getúlio Vargas para apoiar os Estados Unidos na II Guerra.

novo governo estaria “aprisionado” por um caminho já traçado no governo anterior e não teria como revertê-lo porque a coalizão de apoio ao modelo de privatização seguido era muito forte. Nas palavras do autor: “(...) Para se reverter o caminho adotado ou até mesmo para se interromper a política de desestatização, o governo necessitaria capitanear um processo de reconfiguração de alianças. Mas o Estado brasileiro, à época do presidente Itamar Franco, dispunha de recursos limitados de governança para tal empreitada”. (Velasco Jr., op. cit, pág. 35)

As moedas usadas foram as mesmas do período Collor, mas houve modificações importantes na participação de cada uma delas (Quadro 1.4): moeda corrente aumentou a participação de 11,10% para 19,16%; certificado de privatização diminuiu a presença de 24,49% para 4,79%; as dívidas securitizadas passaram de 23,8% para 46,6%. Títulos da Dívida Externa mantiveram baixa participação (menos de 1%). O capital estrangeiro participou com US\$ 154,5 milhões, cerca de 4,23% do total, revelando o pequeno interesse do capital estrangeiro nas privatizações brasileiras²¹.

QUADRO 1.4
PRIVATIZAÇÕES NO GOVERNO ITAMAR FRANCO

| EMPRESA | DATA | Setores | VALOR | (US\$ milhões) | | | | | | | | | |
|------------------------|----------|-------------------|---------------|----------------|--------------|-------------|---------------|--------------|-------------|--------------|----------------|--|--------------|
| | | | | Moedas | | | | | | | | | |
| | | | | SIBR | CP | OFND | DISEC | TDA | DIVEX | CEF | Moeda Corrente | | |
| 1.CBE | 03.12.92 | petroquímica | 10,9 | | | | 10,9 | | | | | | |
| 2.POLIOLEFINAS | 19.03.93 | petroquímica | 87,1 | | 61 | | | | | | | | 26,1 |
| 3.CSN | 02.04.93 | siderurgia | 1487,7 | 211 | 94,6 | 32,8 | 567,2 | 144 | 1,2 | 177,6 | | | 259,3 |
| 4.ULTRAFÉRTIL | 24.06.93 | fertilizantes | 205,5 | | | | 159,5 | 4,9 | | | | | 41,1 |
| 5.COSIPA | 20.08.93 | siderurgia | 585,7 | 199,8 | 4,5 | | 139,3 | 2,4 | | | | | 239,7 |
| 6.AÇOMINAS | 10.09.93 | siderurgia | 598,4 | 89,2 | 6,1 | 0,1 | 439,8 | 23 | | 10,3 | | | 29,9 |
| 7.OXITENO | 15.09.93 | petroquímica | 53,9 | | | | 25,4 | 0,2 | 25,6 | | | | 2,7 |
| 8.PQU | 24.01.94 | petroquímica | 287,5 | 74,5 | 8 | 0,3 | 95,2 | 15,5 | 0,9 | 6,8 | | | 86,3 |
| 9.ARAFÉRTIL | 15.04.94 | fertilizantes | 10,8 | | | | 9,7 | | | | | | 1,1 |
| 10.CARAÍBA | 28.07.94 | mineração | 5,8 | | | | 5,2 | | | | | | 0,6 |
| 11.ACRINOR | 12.08.94 | petroquímica | 12,1 | | | | 10,9 | | | | | | 1,2 |
| 12.COPERBO | 16.08.94 | petroquímica | 26 | | | | 23,4 | | | | | | 2,6 |
| 13.POLIALDEN | 17.08.94 | petroquímica | 16,8 | | | | 15,1 | | | | | | 1,7 |
| 14.CIQUINE | 17.08.94 | petroquímica | 23,7 | | | | 21,3 | | | | | | 2,4 |
| 15.POLITENO | 18.08.94 | petroquímica | 44,9 | | | | 29 | 11,4 | | | | | 4,5 |
| 16.EMBRAER | 07.12.94 | construção de aer | 192,2 | 0,1 | 0,6 | 23,3 | 148,7 | 19,4 | | | | | 0,1 |
| TOTAL | | | 3649,0 | 574,6 | 174,8 | 56,5 | 1700,6 | 220,8 | 27,7 | 194,7 | | | 699,3 |
| PERCENTAGEM (%) | | | 100 | 15,75 | 4,79 | 1,55 | 46,60 | 6,05 | 0,76 | 5,34 | | | 19,16 |

Fonte: BNDES. Obs.: Sibr = Debêntures da Siderbás; CP = Certificados de privatização; OFND = Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento; Disec = Dívida Securitizada da União; TDA = Títulos da Dívida Agrária; Divex = Títulos da Dívida Externa; CEF = Letras Hipotecárias da CEF. Obs.: A data refere-se ao primeiro leilão realizado, mas o valor corresponde ao total arrecadado.

²¹ A justificativa para esse baixo interesse é que os setores privatizados até então eram pouco atrativos, principalmente por seus produtos terem excesso de oferta mundial (Ver Pinheiro, 1994). Além disso, o governo fixou um deságio de 25% sobre o valor de face dos títulos da dívida externa.

Em janeiro de 1995, toma posse o governo Fernando Henrique, assumindo um compromisso de continuar e expandir o Programa Nacional de Desestatização. Para tanto, um passo importante foi a instituição do Conselho Nacional de Desestatização - CND (MP 841, de 19.01.95), formado por Ministros de Estado, presidido pelo Ministro do Planejamento e subordinado diretamente ao Presidente da República. Entre as decisões do Conselho, destacam-se a privatização das companhias distribuidoras de energia elétrica, Light e Escelsa, a concessão ao setor privado do serviço de transporte de carga prestado pela RFFSA e a venda da Companhia Vale do Rio Doce - CVRD²².

Outro passo importante dado pelo governo foi conseguir a aprovação de várias emendas constitucionais que desobstruíram alguns obstáculos institucionais ao desenvolvimento do programa, entre elas: abertura à iniciativa privada da exploração dos serviços de gás canalizado; a possibilidade de pesquisa e lavra de recursos minerais a brasileiros ou empresas constituídas sob as leis do país e que tenha sua sede e administração no Brasil; permissão para que o transporte de mercadorias na cabotagem e navegação interior seja feita por embarcações estrangeiras; a possibilidade, ao setor privado, de explorar, mediante autorização, concessão ou permissão da União, os serviços de telecomunicações e de exploração de petróleo²³.

Até o governo Itamar, as privatizações haviam se restringido basicamente ao setor industrial. A partir de 1995, o novo governo entrou numa fase diferente e mais complexa do programa de desestatização, representada pela privatização dos setores de infra-estrutura: energia elétrica, transportes (sistemas rodoviário, ferroviário e portuário) e telecomunicações²⁴. Estes setores eram tratados, até pouco tempo, como monopólios naturais (custo unitário é menor com apenas 1 produtor do que com vários) e estavam inerentemente associados ao setor público. Os avanços da tecnologia, da pesquisa econômica e a bem-sucedida experiência britânica de privatização destes setores reformularam esta visão. Entraram na análise conceitos como subaditividades de custos, captura do regulador, os efeitos negativos da ausência de competição, a teoria dos mercados contestáveis com a noção

²² Todas as decisões acima citadas foram concretizadas até maio de 1997.

²³ Emendas Constitucionais Nos. 5 a 9.

²⁴ Além disso, a privatização de uma grande mineradora como a Cia. Vale do Rio Doce (A maior privatização da América Latina até então, envolvendo mais de US\$ 10 bilhões - US\$ 3,1 bilhões no primeiro momento - segundo Financial Times de 25.4.97) é muito mais complexa que as privatizações ocorridas até o momento.

de custos irrecuperáveis (*sunk costs*)²⁵, etc. Tais avanços possibilitaram uma mudança de enfoque no provimento de infra-estrutura, de um modelo que preconizava a necessidade de provimento público, por se tratar monopólios naturais, para a aceitação e incentivo de provimento privado.

Até junho de 1997, o governo Fernando Henrique havia vendido 18 empresas, arrecadando cerca de 8,3 bilhões de dólares, 79,4% dos quais em dinheiro (Quadro 1.5) e transferido US\$ cerca de 5,6 bilhões de dólares em dívidas. Destacam-se as vendas das companhias distribuidoras de energia elétrica, Escelsa e Light, da Companhia Vale do Rio Doce e as concessões das diversas malhas da Rede Ferroviária Federal - RFFSA (Ver Quadro 1.5)²⁶. É importante chamar a atenção para a mudança de composição da forma de pagamento ocorrida no governo Fernando Henrique em comparação com os dois governos anteriores; a moeda corrente (o Real) passou a ser a principal forma de pagamento (79,4% do total) em detrimento dos títulos da dívida pública. O capital estrangeiro participou com US\$ 1,8 bilhões de dólares (22,3% do total arrecadado). Note-se que o interesse do capital foi bem maior do que nas privatizações anteriores porque os setores passaram a ser mais atrativos; 50% da Light foi adquirida pelo capital estrangeiro; na CVRD, tal participação foi de cerca de 12%. Apesar de não contemplado neste trabalho porque a análise se encerra com as privatizações de maio/97, as concessões da Banda B de telecomunicações atraíram muitos investidores externos.

Ao mesmo tempo, diversas providências foram tomadas na direção de montar um marco regulatório, destacando-se a instituição da Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL, por meio da LEI nº 9.427 de 26.12.96, encarregada de disciplinar o regime de concessões de serviços de energia elétrica. A definição das regras que regerão os setores privatizados nesta fase de privatização de serviços de serviços públicos é peça chave para o sucesso, visto que os investidores exigem regras claras e estáveis para atuar.

²⁵ Para maiores comentários sobre os avanços na teoria econômica no campo da análise dos monopólios naturais, ver Guislain (1997)

²⁶ Em maio de 1997 foi vendida a Companhia Vale do Rio Doce; pela sua importância dedicar-se-á uma seção à parte.

QUADRO 1.5

PRIVATIZAÇÃO NO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE ATÉ 06/97

| Empresa | Data | Setor | Valor | Moedas | | | | | | US\$ milhões |
|-------------------------|----------|--------------|----------------|--------------|------------|------------|----------------|--------------|------------|----------------|
| | | | | SIBR | CP | OFND | DISEC | TDA | DIVEX | Moeda |
| | | | | | | | | | | Corrente |
| ESCELSA | 11.07.95 | elétrico | 399,9 | | | | 132,3 | | | 267,6 |
| COPENE | 15.08.95 | petroquímica | 270,4 | 29 | | | 214,1 | 0,2 | | 27 |
| CPC | 29.09.95 | petroquímica | 99,7 | 71,1 | 0,4 | | 18,1 | | | 10 |
| SALGEMA | 05.10.95 | petroquímica | 139,2 | 43,5 | 5,2 | 0,3 | 66,9 | 9,3 | | 14 |
| CQR | 05.10.95 | petroquímica | 1,6 | | | | 1,4 | | | 0,2 |
| PRONOR | 05.12.95 | petroquímica | 63,5 | | | | 57,1 | | | 6,3 |
| NITROCARBONO | 05.12.95 | petroquímica | 29,6 | | | | 26,6 | | | 3 |
| CBP | 05.12.95 | petroquímica | 0 | | | | | | | |
| POLIPROPILENO | 01.02.96 | petroquímica | 81,2 | | 1,7 | | 71,3 | | | 8,1 |
| KOPPOL | 01.02.96 | petroquímica | 3,1 | | | | 2,8 | | | 0,3 |
| DETEN | 22.05.06 | petroquímica | 12,1 | | | | 6,4 | 4,5 | | 1,2 |
| POLIBRASIL | 27.08.96 | petroquímica | 99,4 | | | | 89,5 | | | 9,9 |
| EDN | 26.09.96 | petroquímica | 16,6 | | | | 14,9 | | | 1,7 |
| RFFSA (MALHA OES) | 05.03.96 | ferroviário | 63,4 | | | | | | | 63,4 |
| LIGHT SESA | | elétrico | 2.456,40 | | 1,1 | | 617,5 | 219 | | 1618,9 |
| RFFSA (CENTRO-LES) | 14.06.96 | ferroviário | 316,1 | | | | | | | 316,1 |
| RFFSA (MALHA SUDI) | 20.09.96 | ferroviário | 870,6 | | | | | | | 870,6 |
| RFFSA (Teresa Cristina) | 22.11.96 | ferroviário | 17,9 | | | | | | | 17,9 |
| RFFSA (Malha Sul) | 13.12.96 | ferroviário | 208,7 | | | | | | | 208,7 |
| CVRD (Vale) | 06.05.97 | mineração | 3131,5 | | | | | | | 3131,5 |
| TOTAL | | | 8.280,9 | 143,6 | 8,4 | 0,3 | 1.318,9 | 233,0 | 0,0 | 6.576,4 |
| Percentagem (%) | | | 100,0 | 1,7 | 0,1 | 0,0 | 15,9 | 2,8 | 0,0 | 79,4 |

Fonte: BNDES

Obs.: Sibr = Debêntures da Siderbás; CP = Certificados de privatização;

OFND = Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento; Disec = Dívida Securitizada da União;

TDA = Títulos da Dívida Agrária; Divex = Títulos da Dívida Externa; CEF = Letras Hipotecárias da Caixa Econ.Federal

Obs2.: A data refere-se ao primeiro leilão realizado, mas o valor corresponde ao total arrecadado.

A privatização da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD)

Em maio de 1997, mediante leilão, o governo vendeu, por 3,1 bilhões de reais, 45% das suas ações ordinárias da CVRD- o que representou a transferência ao setor privado do controle sobre a companhia²⁷. O pagamento foi todo em moeda corrente e à vista; os compradores foram fundos de pensão (25%), investidores estrangeiros (12,8%) e empresários nacionais não ligados ao setor financeiro (63,02%). Esta foi certamente a maior, mais difícil e mais polêmica privatização até então realizada.

A polêmica não era para menos. A Vale do Rio Doce atingiu em 1996 um patrimônio líquido de R\$11,29 bilhões, faturou R\$5,1 bilhões, lucrou R\$ 632 milhões e investiu R\$ 496 milhões ; é a maior exportadora do Brasil, maior produtora de ferro do mundo e maior produtora de ouro da América Latina. As principais áreas de atuação por faturamento em 1996 foram minério de ferro (24%), produtos siderúrgicos (19%), transporte (17%), alumínio (13%), madeira, papel e celulose (5%) e ouro (4%) e outros produtos e serviços responderam por 4%, atuando em nove estados brasileiros.

Os principais argumentos contrários à sua privatização eram de que ela seria estratégica para a economia nacional por ter acumulado ao longo dos anos conhecimentos sobre o subsolo brasileiro, que seria levado pelos adquirentes da empresa, o que desnacionalizaria o subsolo brasileiro, na hipótese de que o capital estrangeiro prevalecesse na compra.

1.2 As moedas de privatização²⁸

Pela grande polêmica que causaram, as moedas utilizadas como pagamento de empresas estatais merecem uma análise mais detalhada. As moedas de privatização, além da moeda corrente, foram constituídas de passivos do governo e das empresas estatais. Como já mencionado, dele fizeram parte os débitos vencidos renegociados (Disec's), os Certificados de Privatização (CP's), as Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND's), os Títulos da Dívida Agrária (TDA's), as Letras Hipotecárias da Caixa Econômica Federal, os Debêntures da Siderbrás e as dívidas externas securitizadas (Divex's).

Segundo Passanezi Filho (1994), a aceitação dos certificados de privatização (CP's) como moeda de privatização fez parte da estratégia do governo de obter ganhos fiscais, mediante a venda por preços superiores ao valor econômico e por meio de antecipação de receitas. Isto porque os Certificados de privatização - primeira "moeda de privatização" -, de aquisição compulsória pelos bancos, tinham características especiais: desvalorizavam-se 1% ao mês até serem utilizadas na privatização. Tal mecanismo forçava os

²⁷ O governo possuía 75,97% das ações ordinárias e 6,31% das ações preferenciais (51,13% do total). Além do leilão, a privatização da Vale contará com mais duas etapas; oferta aos empregados (4,45% das ações ordinárias e 6,31% das ações preferenciais) e oferta pública (até 36% das ordinárias e 6,31% das preferenciais).

²⁸ Seguiremos Andima. "Moedas de Privatização". Estudos especiais. Rio de Janeiro, 1995.

detentores dos CP's a rapidamente se desfazerem deles, participando da privatização. Como os interessados seriam muitos, o preço das empresas tenderia a se sobrevalorizar²⁹.

Cedendo às pressões, o governo ampliou a cesta de moedas ao incluir os debêntures da Siderbrás (SIBR), as obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND) e títulos da dívida agrária (TDA), negociados no mercado à época com deságio de 30 a 40%, aceitando-os pelo valor de face; além deles, o governo passou a aceitar títulos da dívida externa, mas com deságios de 25%. No terceiro momento, o governo ampliou uma vez mais a cesta de moedas, ao securitizar diversas dívidas suas ou de empresas estatais. Segundo Passanezi Filho (op. cit.), o estoque de moedas de privatização atingia US\$ 9 bilhões em julho de 1993.

Ao contrário das críticas à aceitação das moedas de privatização como “dilapidação do patrimônio nacional”, Passanezi Filho (1994) aponta alguns ganhos com elas: i) os debêntures da Siderbrás tiveram remuneração diminuída de 18% a.a para 6% a.a, com prazos de vencimento e amortização dilatados cinco anos; ii) as dívidas securitizadas tinham remunerações próximas das taxas de mercado, mas as negociações estabeleceram taxas bem abaixo e se eliminaram multas contratuais devidas pelo atraso de pagamento; iii) o deságio das moedas de privatização no mercado era captado pelo governo ao fixar o preço mínimo de venda das estatais superior ao valor econômico das empresas.

Apesar desses ganhos, alguns autores sustentam que num mundo ideal, o melhor seria receber exclusivamente moeda corrente que permitiria abater dívida de curto prazo (serviço mais alto) ou comprar no mercado, com deságio, as dívidas de longo prazo (Pinheiro e Landau, 1996). A seguir detalharemos as características de cada uma dessas moedas.

As dívidas externas securitizadas são formadas por títulos e créditos, - emitidos como resultado de vários acordos de renegociação da dívida externa brasileira de médio e longo prazos, - cujo responsável é o Tesouro Nacional. Tais títulos puderam ser convertidos em investimentos estrangeiros no Programa Nacional de Desestatização (PND). São os seguintes:

²⁹ Passanezi Filho (1994) comenta que a estratégia do governo não deu certo porque as pressões dos bancos foram grandes, forçando-o a aceitar, posteriormente, diversos outros tipos de moeda de privatização.

1) do acordo de reestruturação da dívida de 1988: **Bônus de Saída (Exit Bond)** - BIB - Brazil Investment Bond. Emitido em 31.8.89 com a finalidade de reduzir a participação de credores que não estavam interessados em participar do programa de reestruturação da dívida externa brasileira. Vencimento em 15.9.2013; taxa de juros de 6% a.a; pagamento do juros semestralmente em 15.3 e 15.9; amortização em 30 parcelas trimestrais, iguais e consecutivas, sendo o vencimento da primeira em 15.3.99; a forma do bônus é ao portador e não oferece garantias para o principal ou juros;

2) Da reestruturação dos juros devidos e não pagos - 1989/90: **Interest Due and Unpaid (IDU)**. Título emitido em 1.1.91 com a finalidade de pagar juros devidos e não pagos no período 1989/90. Vencimento em 1.1.2001; taxa de juros variável ao longo da vida do título (7,81% no 1º ano, 8,37% no 2º ano, 8,75% no 3º ano e *libor* de seis meses + 0,81% a.a do 4º ao 10º ano); pagamento dos juros semestralmente, em 1.1 e 1.7; amortização em 15 prestações semestrais com início em 1.1.94 e término em 1.1.2001; a forma do bônus é ao portador e não oferece garantias para o principal ou juros.

3) Dos bônus emitidos no contexto do Plano Brasileiro de Financiamento de 1992. Foram oito:

3.1) **Bônus de desconto (Discount Bonds)**: emitido em 15.4.94 com a finalidade de trocar dívida antiga, com desconto de 35% sobre o valor de face, por bônus com prazo de 30 anos. Vencimento em 15.4.2004; taxa de juros de *libor* de seis meses mais 13/16% a.a; pagamento dos juros semestralmente, em 15.4 e 15.10, a partir de 1994; amortização em parcela única, na data do vencimento; bônus de forma nominativa; garantia de 100% do principal e 12 meses de juros;

3.2) **Bônus ao par (Par Bond)**: emitido em 15.4.94 com a finalidade de troca de dívida antiga, ao par, por bônus com prazo de 30 anos; vencimento em 15.4.2024; taxa de juros variável (4% a.a no 1º ano; 4,25% no 2º ano; 5% no 3º ano; 5,25% no 4º ano; 5,5% no 5º ano; 5,75% no 6º ano e 6% ao ano do 7º ao 30º ano); juros pagos semestralmente em 15.4 e 15.10; amortização em parcela única, na data do vencimento; a forma do bônus é nominativa; a garantia é de 100% do principal e 12 meses de juros;

3.3) Bônus de Redução Inicial de Juros (Flirb - Front-Loaded Interest Reduction Bond): emitido em 15.4.94 com a finalidade de trocar dívida antiga, ao par, por bônus com prazo de 15 anos; vencimento em 15.4.2009; taxa de juros variável ao longo da vida do título (1° e 2° ano, 4% a.a.; 3° e 4° ano, 4,5%; 5° e 6° ano, 5% a.a.; 7° ao 15° ano, libor de 6 meses + 0,81% a.a.); juros pagos semestralmente, em 15.4 e 15.10, a partir de 1994; amortização em 13 parcelas semestrais, iguais e consecutivas, vencendo-se a primeira em 15.4. 2003; bônus de forma nominativa e ao portador; garantia de 12 meses de juros durante os seis primeiros anos;

3.4) Bônus de Redução Temporária de Juros com Capitalização (C-Bond): emitido em 15.4.94 com a finalidade de trocar dívida antiga, ao par, por bônus com prazo de 20 anos; vencimento em 15.4.2014; taxa de juros variável ao longo da vida do título (1° e 2° ano 4% a.a.; 3° e 4° ano, 4,5% a.a.; 5° e 6° ano, 5% a.a.; 7° ao 20° ano, 8% a.a.); juros pagos semestralmente, em 15.4 e 15.10; amortização em 21 parcelas, com a primeira vencendo em 15.4.2004; a forma do bônus é ao portador e não garantias nem para o principal nem para o juros.

3.5) Bônus de Conversão da Dívida (DCB - Debt Conversion Bond): emitido em 15.4.94 com a finalidade de trocar dívida antiga, ao par, por bônus com prazo de 18 anos; vencimento em 15.4.2012; taxa de juros, Libor de 6 meses mais 0,875% a.a.; juros pagos semestralmente, em 15.4 e 15.10; amortização em 17 parcelas semestrais, iguais e consecutivas, com a primeira vencendo em 15.4.2004; a forma do bônus é nominativa e ao portador e não há garantias para o principal ou juros.

3.6) Bônus de dinheiro novo de 1992 (New Money Bond): emitido em 15.4.94 com a finalidade de ser trocado pelo dinheiro novo aportado pelos bancos, equivalente a 18,18% do valor consignado na opção DCB - Bônus de Conversão; vencimento em 15.4.2009; taxa de juros de libor de seis meses mais 0,875% a.a.; juros pagos semestralmente, em 15.4 e 15.10; amortização em 17 parcelas semestrais; vencendo-se a primeira em 15.4.2001; a forma do bônus é ao portador e não há garantias para principal ou juros.

3.7) Bônus de Phase-In (Phase-In Bond): emitidos em 15.4.94 com caráter temporário para serem posteriormente substituídos por Bônus ao Par ou por Bônus de

Desconto; vencimento em 15.4.2004; taxa de juros variando de acordo com o título a ser posteriormente trocado - por Bônus ao Par, Libor de 6 meses mais 0,81% a.a. ou a taxa do Bônus ao Par, a que for maior; por Bônus de Desconto, Libor de 6 meses mais 0,81% a.a.; juros pagos semestralmente, em 15.4 e 15.10, a partir de 1994, inclusive; amortização em 16 parcelas semestrais, iguais e consecutivas, vencendo-se a primeira em 15.10.96; a forma do bônus é nominativa e não há garantias para principal ou juros;

3.8) **Bônus de Juros Atrasados (El - Eligible Interest):** emitidos em 15.4.94 com a finalidade de trocar, ao par, as parcelas de juros não pagas em 1991, 1992, 1993 e 1994; vencimento em 15.4.2006; taxa de juros de Libor de 6 meses mais 0,81% a.a.; juros pagos semestralmente em 1/1 e 1/7, a partir de 1994; amortização em 19 prestações e consecutivas, vencendo-se a primeira em 15.10.97;

4) Depósitos em moeda estrangeira constituídos no Banco Central do Brasil: resultantes de diversas Resoluções (N^{os} 229/72; 432/77; 479/78; 980/84; 1209/86; 1646/89) e Circular N^o 230/74 e seus respectivos encargos;

Os diversos débitos vencidos e renegociados internos de responsabilidade da União (Disec's) utilizados como moeda de privatização são divididos em dois grupos básicos: aqueles cuja origem é de empresas ou entidades extintas pertencentes à União; aqueles de responsabilidade direta da União ou que a tinham como avalista. São eles:

1) Dívidas cuja origem é de empresas da União extintas:

1.1) Dívida da extinta Siderbrás

1.1.1) **SIBR910701:** emitido em 31.7.91 originado da dívida com a Companhia Vale do Rio Doce; vencimento em 31.7.2001; taxa de juros (pagos na data de resgate do principal) de 6% a.a; amortização em parcela única, na data do vencimento; atualizado monetariamente pelo IGP-DI (mensal);

1.1.2) **SIBR910815:** emitido em 15.8.91, originado de dívida com o sistema bancário; vencimento em 15.8.99; taxa de juros (pagos semestralmente) de 6% a.a.; amortização em 16 parcelas semestrais a serem pagas na mesma data de pagamento dos juros; atualização monetária mensal pelo IGP-DI;

1.1.3) **SIBR910816**: emitido em 15.8.91, originado de dívida com o BNDES; vencimento em 15.8.2001; taxa de juros (pagos semestralmente) de 6% a.a.; amortização em 14 parcelas iguais; atualização monetária mensal pelo IGP -DI;

1.1.4) **SIBR920616**: emitido em 16.4.92, também originado de dívida com a Companhia Vale do Rio Doce; a data de vencimento é indeterminada; não paga juros; não há data para amortização; atualização monetária mensal pelo IGP-DI;

1.1.5) **SIBR930416**: emitido em 16.4.93, originado de dívidas com o sistema bancário, fornecedores e empreiteiras; vencimento em 16.4.2001; taxa de juros (pagos na data do resgate do principal) de 6% a.a; amortização em parcela única paga na data do vencimento; atualização monetária mensal pelo IGP-DI;

1.1.6) **SIBR930731**: emitido em 31.7.93; originado de dívida junto ao sistema bancário; data de vencimento em 31.7.2003; juros pagos semestralmente; taxa de juros variável ao longo da vida do título (3% a.a. do 1º ao 3º ano; 4% no 4º ano, 5% a.a. nos 5º e 6º anos; 6% a.a. do 7º ao 10º ano); amortização em 13 parcelas semestrais iguais; atualização monetária pela variação da cotação de venda do dólar americano no mercado de taxas livres.

1.2) Dívida da extinta Nuclebrás

1.2.1) **NUCLI910801**: emitido em 31/8/91, originado de dívida com o sistema bancário; vencimento em 31/8/93, sem juros, apenas atualizada mensalmente pelo IGP-DI; amortização em parcela única, na data do vencimento;

1.3) Dívida da extinta Portobrás

1.3.1) **PORT900416**: emitido em 16/4/90, originado de dívida junto à Construtora Mendes Júnior S.A., sem data de vencimento, taxa de juros de 6% a.a.(juros mensalmente incorporados ao principal); sem amortização e atualizado monetariamente pelo IGP-DI;

1.3.2) **PORT900417**: emitido em 16/4/90, originado de dívidas com empreiteiras; vencimento em 16/4/98; taxa de juros (pagos na data de resgate do principal) de 6% a.a.;

amortização em parcela única, na data do vencimento; atualização monetária mensal pelo IGP-DI;

1.3.3) **PORT911016**: emitido em 16/10/91, originado de dívida com o BNDES; vencimento em 16/10/99; taxa de juros de 6% a.a.; pagamento dos juros na data do resgate do principal; amortização em parcela única no resgate do principal; atualização monetária mensal pelo IGP-DI;

1.4) Dívida da extinta Sunamam

1.4.1 **SUMA920116**: emitido em 16/1/92, originado de dívida junto ao sistema bancário; vencimento em 16/1/2001, sem juros; amortização em parcela única, atualização monetária mensal pelo IGP-DI;

1.4.2 **SUMA920117**: emitido em 16/1/92, também originado de dívida junto ao sistema bancário; emitido em 16/1/92, sem data de vencimento, sem juros e sem amortização, atualizado monetariamente todo mês pelo IGP-DI;

1.4.3 **SUMA920199**: emitido em 16/1/92, também originado de dívida com o sistema bancário; sem data de vencimento, sem juros e sem amortização; atualização monetária mensal pelo IGP-DI;

1.5) Dívida do extinto BNCC

1.5.1) **BNCC920116**: emitido em 16/1/92, originado de dívida com o sistema bancário; sem data de vencimento, sem taxa de juros e sem amortização; atualização monetária pelo IGP-DI;

1.6) Dívida da extinta Infaz (Companhia Brasileira de Estrutura Fazendária)

1.6.1) **INFA930616**: emitido em 16/06/93, originado de dívida com o Banco do Brasil; data de vencimento em 16/6/2001; taxa de juros (a serem pagos na data de resgate do principal) de 6% a.a., amortização em parcela única, na data do vencimento, correção monetária mensal pelo IGP-DI;

1.7) Dívida da extinta Petromisa

1.7.1) MISA911216: emitido em 16/12/91, originado de dívida com diferentes credores; vencimento em 16/12/99; taxa de juros (a serem pagos na data de resgate do principal) de 6% a.a.; amortização em parcela única (na data de vencimento); correção monetária mensal pelo IGP-DI;

1.8) Dívida da extinta Interbrás (Petrobrás Comércio Internacional S/A)

1.8.1) INTE920816: emitido em 16/8/92, originado de dívida com o Lloyds Bank; vencimento em 16/8/2000; taxa de juros (pagos semestralmente) de 6% a.a.; amortização em nove parcelas semestrais e consecutivas; correção monetária mensal pela variação da cotação de venda do dólar americano no mercado de câmbio de taxas livres;

1.9) Dívida do Lloyd (Cia. de Navegação Lloyd Brasileiro)

1.9.1) LLOYD940220: emitido em 20/02/94, originado de dívida com o Fundo de Marinha Mercante; vencimento em 20/2/2004, sem juros; amortização em parcela única na data de vencimento; correção monetária mensal pela cotação de venda do dólar americano;

1.10) Dívida da Embraer (Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A)

1.10.1) EMBR940701: emitido em 1/7/94, originado de dívida com os detentores de debêntures emitidos pela Embraer; vencimento em 1/7/2004; taxa de juros (a serem pagos na data de resgate do principal) de 6% a.a.; amortização em parcela única na data de vencimento do principal; correção monetária mensal pelo IPC-r;

2) Dívidas da União

2.1.) Crédito ao Exportador

2.1.1) DCEX911001: emitido em 31/10/91, originada de ressarcimento de créditos de IPI em benefício de exportadores pelo Departamento de Comércio Exterior (Decex); vencimento em 31/10/93; sem juros; amortização em parcela única na data do vencimento; correção monetária mensal pelo IGP-DI;

2.1.1) DCEX912016: emitido em 16/01/92, originada de ressarcimento de créditos de IPI em benefício de exportadores pelo Departamento de Comércio Exterior (Decex); vencimento em

31/10/93; sem juros; amortização em parcela única na data do vencimento; correção monetária mensal pelo IGP-DI;

2.2) Sotave

2.2.1) SOTV910901: emitido em 1/9/91,originada de dívida da União pela desapropriação de um porto fluvial em Belém do Pará, sem juros, vencimento em 1/9/93 amortização em parcela única na data do vencimento, atualizado monetariamente pelo IGP-DI

2.2.2) SOTV911001: emitido em 30/10/91,originada de dívida da União pela desapropriação de um porto fluvial em Belém do Pará, sem juros, vencimento em 30/10/93, amortização em parcela única na data do vencimento, atualizado monetariamente pelo IGP-DI

2.2.3) SOTV91113: emitido em 13/11/91,originada de dívida da União pela desapropriação de um porto fluvial em Belém do Pará, sem juros,vencimento em 13/11/93, amortização em parcela única na data do vencimento, atualizado monetariamente pelo IGP-DI

2.2.4) SOTV91113: emitido em 14/11/91,originada de dívida da União pela desapropriação de um porto fluvial em Belém do Pará, sem juros,vencimento em 14/11/93, amortização em parcela única na data do vencimento, atualizado monetariamente pelo IGP-DI;

2.2.5) SOTV91113: emitido em 16/01/92,originada de dívida da União pela desapropriação de um porto fluvial em Belém do Pará, sem juros,vencimento em 16/01/97, amortização em parcela única na data do vencimento, atualizado monetariamente pelo IGP-DI;

3) Letras Hipotecárias da Caixa Econômica Federal: emitidas em 4/5/92, com vencimento em 4/5/98, para pagamento de débitos com o FCVS - Fundo de Compensações de Variações Salariais; fundo este criado para cobrir as diferenças dos saldos devedores corrigidos pela equivalência salarial e os saldos devedores corrigidos pela regras do Sistema Financeiro da Habitação; juros pagos semestralmente com taxas variáveis ao longo da vida do título, iniciando com 9,3% a.a e diminuindo para 4,6% a.a no sexto ano.

4) Debêntures da Siderbrás: emitidas em 31/8/88, com vencimento em 16/11/2000, taxas de juros de 6% a.a. e amortizações anuais até o ano 2000; há duas modalidades: nominativa e negociável e nominativa e não negociável

5) Títulos da Dívida Agrária: emitidos em várias datas diferentes, sempre com a finalidade indenizar os que tiveram terras desapropriadas pela União Federal para fins de reforma agrária; prazos de resgate variam entre cinco, dez, quinze ou vinte anos; taxa de juros - pagos anualmente - de 6% ao ano, com atualização monetária mensal pela TR; modalidade única de nominativo e negociável

6) Certificados de Privatização: emitidos em datas diferentes, foram criados com a finalidade única de meio de pagamento nas privatizações; os adquirentes foram as instituições financeiras (mínimo de 3% da soma do ativo circulante e do realizável a longo prazo; as entidades fechadas de previdência privada (25% de suas reservas em entidades que tenham como patrocinadoras empresas públicas e 10% nas demais); sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência privada (10% de suas reservas técnicas). Tinham 100% da correção monetária até a data da primeira oferta de ações de empresas estatais; a partir de tal data, o percentual de correção passou a sofrer uma redução mensal de 1% ao mês até o máximo de 40 meses, quando a correção se limitaria a 60% da correção monetária; não pagam juros e a única modalidade é nominativa e inegociável, exceto com a finalidade de comprar empresas estatais.

1.3. Conclusão

O objetivo deste capítulo foi expor a experiência de privatização no Brasil, mostrando a normatização dos processos, as empresas privatizadas, o valor arrecadado e as moedas utilizadas como pagamento das empresas.

Observou-se que a privatização no país começou lentamente, tendo transcorridos dois governos com vendas de poucas empresas, apenas reprivatizações, envolvendo valores muito baixos. Apenas no governo Collor o processo de privatização foi implementado de forma mais efetiva com o núcleo do setor produtivo estatal sendo atingido, incluindo os setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes. O governo Itamar deu seguimento ao programa em suas linhas mestras com apenas algumas poucas modificações. No governo Fernando Henrique estabeleceu-se um ponto de inflexão nas privatizações ao ter início a fase de concessões dos serviços públicos e a venda de empresas ligadas à infra-estrutura.

As moedas de privatização mereceram uma seção especial pela grande polêmica que causaram na sociedade brasileira, sendo freqüentemente chamadas de “moedas podres”. O que se mostrou é que se tratava em sua maior parte de dívidas do governo de longo prazo ou de dívidas vencidas ou a vencer que foram securitizadas, em geral com taxas de juros mais baixas que a taxas de juros das dívidas de curto prazo. Observou-se também que elas foram diminuindo a importância relativa em favor de moeda corrente na medida em que os governos iam se sucedendo - no governo Collor, 79,9%; no governo Itamar Franco, 71,84%; no governo Fernando Henrique, apenas 24,6% do total arrecadado com as privatizações.

Não houve uma preocupação teórica sobre as razões do processo nem uma análise dos impactos da privatização sobre a economia. Tais questões serão tratadas no capítulos seguintes da dissertação.

2. Impacto da privatização sobre as contas públicas

O Brasil vive um momento importante de consolidação do programa de estabilização monetária, o Real. A despeito do seu incontestável sucesso até aqui, muitos analistas apontam a ausência de equilíbrio fiscal como uma de suas principais fragilidades. As Necessidades de Financiamento do Setor Público consolidadas nas três esferas de governo (federal, estadual e municipal), incluindo empresas estatais, continuam em patamares bastante elevados, alcançando 4,6% do PIB em setembro de 1997 (no conceito nominal).

O governo brasileiro vem movendo uma série de esforços para implantar um ajuste fiscal duradouro. Estão em discussão no Congresso Nacional emendas à Constituição propondo reformas administrativa, previdenciária e tributária. Todas pretendem, entre outros objetivos, gerar um equilíbrio sustentável nas contas públicas. Um processo de reforma constitucional é lento porque exige muitas negociações, já que muitos interesses são atingidos. Mesmo após aprovadas as reformas, estas demorarão algum tempo para surtir efeitos sobre as contas públicas.

As receitas obtidas com a privatização têm um papel chave neste processo. O programa de vendas de estatais brasileiras, já apontado pelo jornal *Financial Times* como o maior do mundo, tem potencial de trazer uma magnitude muito grande de recursos para o governo, que poderiam garantir o equilíbrio fiscal até que as reformas estruturais em curso passassem a surtir efeito. É óbvio que como as receitas de privatização são transitórias, é fundamental que tais reformas sejam de fato implementadas para garantir o ajuste fiscal de longo prazo.

Este capítulo tem como objetivo investigar o impacto da privatização sobre as contas públicas, analisando três aspectos. O primeiro trata do impacto intertemporal da privatização sobre as necessidades de financiamento do setor público (NFSP); ao privatizar, o governo recebe receitas, mas abre mão de dividendos futuros; ao abater dívidas diminui o fluxo futuro de juros. Além disso, as necessidades de financiamento das empresas estatais privatizadas saem do cômputo das NFSP. O segundo aspecto refere-se ao possível efeito sobre o patrimônio do setor público em razão de eventuais diferenças de avaliação do preço de venda (das empresas a serem privatizadas) entre o setor público e o setor privado. O terceiro aspecto analisa a contribuição do programa de privatização como garantidor da

transição entre a atual situação fiscal e a situação com as reformas constitucionais surtindo efeitos.

Na primeira seção, investiga-se o impacto intertemporal das privatizações sobre as necessidades de financiamento do setor público. Na segunda seção, examina-se como é determinado o preço de venda de uma empresa, concentrando-se nas possíveis diferenças de avaliação entre o setor público e o setor privado. Na terceira seção, dedica-se atenção especial à avaliação de empresas que têm apresentado prejuízo. Na quarta seção, investiga-se o histórico das empresas estatais enquanto um negócio para o governo, ou seja, se apresentaram retorno positivo. Na quinta seção, analisa-se como foi a política de distribuição de dividendos destas empresas, ou seja, se o governo recebeu dividendos compatíveis com seu patrimônio investido e se se justificaria uma política de retenção de lucros. Na sexta seção, analisa-se a situação fiscal no Brasil e a contribuição da privatização para o ajuste fiscal brasileiro, concentrando-se principalmente na sustentabilidade da relação dívida/PIB. Na sétima seção, investiga-se se a velocidade da privatização faria alguma diferença para o ajuste fiscal, utilizando-se duas experiências distintas, a da Argentina e do Chile como contraposição.

2.1. Impacto das privatizações sobre as Necessidades de Financiamento do Setor Público

Como chamado a atenção por Buitter (1985), o ponto básico dessa questão é analisar o orçamento do governo de forma intertemporal. O governo obtém as receitas de privatização, mas abre mão dos dividendos das empresas. No Brasil, adotou-se uma metodologia específica para tratar tais receitas³⁰. Estas podem ter duas destinações. A primeira é abater dívida mobiliária diretamente e a segunda é financiar investimentos de longo prazo por meio do Fundo de Reestruturação Econômica (FRE)³¹. Em ambos os casos, a dívida líquida do setor público diminui. Isto porque o governo montou uma engenhosa engenharia financeira que consiste no repasse ao BNDES do montante arrecadado com a privatização destinado ao financiamento de investimentos e ao mesmo tempo no repasse do montante do mesmo valor de títulos emitidos por conta do ajuste patrimonial - dívidas do

³⁰ Na Grã-Bretanha, por exemplo, diferentemente do método adotado no Brasil, as receitas de privatização entram na contabilidade pública como um gasto negativo, ou seja, diminuem as Necessidades de Financiamento do Setor Público automaticamente (Ver Buitter, 1985).

governo que existiam, mas não eram reconhecidas e passaram a sê-lo, como o Fundo de Compensações por Variações Salariais (FCVS). Quando o dinheiro dos financiamentos for pago, será utilizado para quitar as dívidas provenientes do ajuste patrimonial que, da mesma forma que os financiamentos, também são de longo prazo. Assim, quer se utilizem as receitas de privatização para abater dívidas diretamente, quer para financiar investimentos de longo prazo, os dois casos levam à diminuição da dívida líquida do setor público³².

A contabilização destas receitas nas NFSP é por meio dos juros correspondentes às dívidas não mais pagos pelo governo. Outro impacto sobre as Necessidades de Financiamento do Setor Público são as Necessidades de Financiamento das Empresas Estatais, componentes das NFSP, que com a privatização saem do seu cômputo. Em suma, o impacto da privatização sobre as NFSP são os juros da dívida abatida não mais pagos pelo governo, os dividendos não mais recebidos e a retirada das NFEE do seu cálculo. Formalmente:

$$VPNFSP = - \sum_{i=1}^{\infty} (J_i) / (1+r)^i - \sum_{i=1}^{\infty} (NFEE_i) / (1+r)^i + \sum_{i=1}^{\infty} (D_i) / (1+r)^i \quad (1)$$

onde o lado esquerdo da equação é o valor presente do impacto nas NFSP; o primeiro elemento do lado direito da equação é o que o governo deixa de pagar por abater a dívida; o segundo elemento é o efeito da retirada das NFEE da contabilidade das NFSP; e o terceiro elemento são os dividendos não mais recebidos pelo governo; r é a taxa de desconto do governo. A necessidade de financiamento da estatal antes da privatização é dada por $NFEE = D + K + D - R$, onde D = gastos correntes, K = gastos com formação de capital; D = dividendos distribuídos; R = receitas de venda.

O governo terá feito um bom negócio se o impacto da privatização for $VPNFSP < 0$. Se for igual a zero, intertemporalmente, o orçamento do governo não se alterou, se maior que zero, o orçamento do governo terá perda. A equação (1) mostra que há três componentes com impacto sobre o $VPNFSP$, que são os juros das dívidas abatidas não mais pagos, o fluxo

³¹ Foi este o caso dos recursos obtidos com a privatização da Companhia Vale do Rio Doce. 50% abateu dívida mobiliária e 50% foi utilizado pelo FRE. Em ambos os casos, a dívida líquida do setor público diminuiu.

³² Qualquer que seja a destinação das receitas de privatização, estas entram nas contas do governo diminuindo a dívida líquida do setor público, mais precisamente, tais receitas entram com sinal negativo no ajuste patrimonial. A exceção são as receitas de concessão que são contabilizadas no resultado primário, ou seja, entram da mesma forma que uma receita tributária.

de caixa futuro perdido proveniente dos dividendos recebidos e a retirada das Necessidades de Financiamento das Estatais da contabilidade das NFSP (caso VPNFEE viesse a ser negativo, o impacto seria diminuidor das NFSP). Supondo NFEE=0, as variáveis a analisar são os dividendos perdidos e os juros que se deixaram de pagar, ambos intertemporalmente. Assim, se os juros não mais pagos superarem os dividendos não mais recebidos, o impacto será positivo.

Obviamente que o montante de dívida a ser abatido depende do preço de venda. Como não existe “almoço grátis” na economia, seria de se esperar que a taxa de juros fosse menor ou igual, intertemporalmente, à rentabilidade das empresas, caso contrário, todos os investidores optariam por investir em títulos ao invés de em empresas. É neste ponto que aparece um ponto chave: as empresas podem estar sendo mal administradas e por isso têm rentabilidade inferior a da taxa de juros. Na privatização, o comprador suporia que a empresa teria um potencial de rendimentos superior ao que estaria obtendo sob controle público e estaria disposto a pagar mais pela empresa que a avaliação do governo do valor daquelas empresas.

Aqui entra a análise do impacto da privatização sobre o patrimônio do setor público. Se o governo captar uma parcela dessa maior avaliação, o impacto será positivo, se o setor privado avaliá-la por menos, o impacto será negativo e se a avaliação for igual, será neutro. A análise dos determinantes do preço de venda ajuda a esclarecer essa questão.

2.2. Preço de Venda

O valor da venda é determinado teoricamente pela utilidade esperada do fluxo de caixa futuro que a empresa gerará. Formalmente³³:

$$\text{Preço de Venda} = \sum_{i=1}^{\infty} \sum_{t=1}^{\infty} P_i U(FC_i) / (1+r)^t \quad (2)$$

³³ Este é um modelo teórico; na prática, os investidores observarão apenas o fluxo de caixa esperado e a taxa de desconto ($PV = \sum (FC_t / (1+i)^t)$) porque a função utilidade de cada investidor não tem como ser medida. O que vale, entretanto, é que de acordo com tal função utilidade que, apesar de não ter como ser medida, existe, é que um investidor avalia uma empresa.

Onde P_i é a probabilidade da utilidade do fluxo de caixa, $U(FC_i)$ é a utilidade dos fluxos de caixa esperados da empresa após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento de dívidas; r é a taxa de desconto do governo; t são os períodos de desconto. Analisemos mais de perto cada elemento da equação (2).

1) $P_i U(FC_i)$. Três fatores principais parecem determinar $PU(FC)$. O primeiro é a estrutura de mercado. Se a empresa atua em um setor muito concentrado, sem regulação rígida do governo, o valor esperado dos lucros tenderá a ser maior que atuando num ambiente competitivo; Kay e Thompson (1986) chamam a atenção para esse ponto: governos cujo objetivo principal seja a maximização de receitas tendem, ao privatizar, a não promover políticas de competição e a se preocupar menos com a estrutura regulatória.

O segundo é a capacidade gerencial³⁴; há razões teóricas, confirmadas, pelo menos parcialmente, por diversas evidências empíricas que o setor privado é mais eficiente³⁵ ao administrar uma empresa que o setor público. A teoria da agência explica as diferenças de performance a partir de duas perspectivas: primeiro, os objetivos do principal (os proprietário(s)) são distintos; na empresa privada, a busca do lucro induz a redução do custo de produção; na empresa pública, os objetivos do principal em última instância (a população) não são bem definidos. Segundo, os administradores (agentes) privados se defrontarão com o risco de falência, com o risco de aquisição de controle (*takeover*) - se a empresa for de capital aberto - e com monitoramento mais atento por parte dos acionistas (principais), enquanto que os administradores de empresas públicas responderão a ministros, muitas vezes políticos, com interesses diversos, em que nem sempre a redução de custos é o mais relevante; além disso, dificilmente empresas públicas sofrem riscos de falência ou *takeover* (Yarrow, 1989; Bös, 1991). O corolário é que se há expectativa das empresas tornarem-se melhor administradas após a privatização, o fluxo de caixa esperado tornar-se-ia maior após a privatização, o que, *ceteris paribus*, faria a empresa mais valiosa para o setor privado que para o setor público.

³⁴ O capítulo 3 abordará em detalhes este ponto e resenhará a teoria da agência.

³⁵ O conceito de eficiência aqui referido é o de desempenho econômico-financeiro da empresa (por exemplo, retorno sobre as vendas, retorno sobre o patrimônio, vendas por empregado, etc).

O terceiro é a postura diante do risco, ou seja, a aversão (e o seu grau) ou neutralidade diante do risco; formalmente³⁶, um investidor é avesso ao risco se e somente se

$$\int u(x)dF(x) \leq u\left(\int x dF(x)\right) \text{ para todo } \mathbf{F}(\cdot): \mathbf{R} \rightarrow [0,1]^{37}, \text{ onde } \mathbf{F}(\cdot) \text{ é uma loteria, } u(\mathbf{x})$$

é uma função utilidade de Bernoulli, \mathbf{x} é a recompensa monetária.

Ou, em outros termos, se a sua função utilidade for côncava e o investidor é neutro ao risco se sua função utilidade for linear. Aqui, o conceito de equivalentes com certeza (*certainty equivalents*) é útil: se, diante de dois projetos, o primeiro com valor esperado de 100, mas com risco de ter valor de 0 ou 200, e o segundo com valor certo de 90, o investidor avesso ao risco for indiferente entre o primeiro (valor incerto) e o segundo (valor certo), o equivalente com certeza desse investidor será 90. Formalmente: o equivalente certo de $\mathbf{F}(\cdot)$ é

$c(\mathbf{F}, u)$, se $u(c(\mathbf{F}, u)) = \int u(x)dF(x)$; o prêmio de risco, $\Pi(\mathbf{x}, \varepsilon, u)$, é definido como o que se paga de diferença entre o valor esperado com risco e valor sem risco, assim,

$$u(\mathbf{x}) = (1/2 + \Pi(\mathbf{x}, \varepsilon, u)) u(\mathbf{x} + \varepsilon) + (1/2 - \Pi(\mathbf{x}, \varepsilon, u)) u(\mathbf{x} - \varepsilon), \varepsilon > 0.$$

A implicação dos conceitos de equivalente com certeza e de prêmio de risco é que quanto maior a aversão ao risco, menor será o equivalente certo do projeto (Stiglitz, 1988). Esta questão é bem explicada por (Arrow & Lind, 1970, pág. 364; tradução nossa): “É largamente aceito que os indivíduos não são indiferentes à incerteza e não avaliarão um ativo com retorno incerto pelo seu valor esperado. (...) investidores não escolhem investimentos para maximizar o valor presente do retornos esperados, mas para maximizar o valor presente dos valores ajustados para o risco.

O ponto que aqui interessa é saber quem é mais avesso ao risco; o setor público ou o setor privado. Arrow & Lind (op. cit) resenham as diversas visões sobre essa questão; basicamente há quatro pontos de vista distintos: o primeiro é que, dado um mercado de capitais perfeito, o fator de desconto para o risco seria exatamente o mesmo tanto para o investimento público quanto para o setor privado porque, do contrário, haveria tendência a acontecer sobreinvestimento do setor público em detrimento de investimento de maior retorno do setor privado; o segundo é que o governo poderia ignorar a incerteza e agir como

³⁶ As formalizações são baseadas naquelas do capítulo 6 (Choice under uncertainty; págs. 167 a 215) de Mas-Collel et alli (1995).

³⁷ Desigualdade de Jensen (Jensen's inequality).

neutro ao risco, ou seja, o valor esperado dos fluxos de caixa do investimento não seriam deduzidos de um fator de desconto para o risco; o argumento que sustenta esta posição é que o governo poderia diversificar suficientemente seus investimentos, de forma a minimizar riscos; além disso, determinados riscos associados a risco moral (*moral hazard*) - comportamento fraudulento por parte dos sócios - que os investidores privados enfrentam e para isso pagam prêmios de risco, não são enfrentados pelo setor público. O terceiro ponto de vista é na mesma linha do anterior, mas por razões distintas; basicamente a idéia é que o governo seria indiferente ao risco porque as preferências individuais não teriam relevância nas suas decisões de investimento que seriam tomadas como uma questão de política nacional. Isto devido ao fato que imperfeições do mercado não permitiriam que se observassem as preferências individuais, prevalecendo a postura diante do risco das autoridades responsáveis pelas decisões. O quarto ponto de vista é o dos próprios autores; eles argumentam que o risco do governo é completamente diferente do risco privado; ele poderia ignorar a incerteza porque é capaz de distribuir o risco associado a qualquer investimento público entre um número grande de pessoas. Assim, apesar da controvérsia sobre o fator de desconto para o risco, o argumento de Arrow & Lind sobre a baixa incerteza associada ao investimento público é muito forte, o que, se não nos permite concluir que o governo seria neutro ao risco, pelo menos sugere que seria menos avesso que o setor privado.

Da análise dos três fatores, percebe-se que não é óbvia a conclusão sobre quem terá $P_iU(FC_i)$ mais alto, se a empresa administrada privada ou publicamente. O primeiro fator - o grau de concentração do mercado em que atua a firma - tem um papel significativo independente do tipo de propriedade (pública ou privada), portanto a sua influência se dá de acordo com o objetivo do governo ao privatizar; se estiver interessado precipuamente na maximização de receitas, não montará estrutura regulatória ou promoverá políticas de incentivo à competição. O segundo fator - a melhor capacidade gerencial do setor privado comparada a do setor público - tem influência clara sobre a maior avaliação da empresa por aquele, o que poderia representar, *ceteris paribus*, um ganho patrimonial para o governo. O terceiro fator é controverso, mas a prevalecer o argumento de Arrow & Lind (op. cit), o equivalente com certeza (*certainty equivalent*) do setor privado seria menor que do setor público, o que obrigaria o governo a vender a empresa *ceteris paribus* com alguma perda patrimonial para compensar o prêmio de risco que o setor privado teria que pagar. O que se conclui da análise dos três fatores é uma ambiguidade, que não permite definir *a priori* quem

teria $P_iU(FC_i)$ maior se o setor público ou setor privado; dependeria da ponderação dos diversos elementos envolvidos.

2) **r.** A taxa de desconto é basicamente função das variáveis de financiamento utilizadas por uma empresa (custo médio ponderado do capital, WACC). Damodaran (1997)³⁸ as especifica:

$$WACC = k_e (E/[E + D + PS]) + k_d (D/[E + D + PS]) + k_{ps} (PS/[E+D+PS]) \quad (3)$$

onde k_e é o custo do patrimônio líquido; k_d é o custo das dívidas após os impostos e k_{ps} é o custo das ações preferenciais; E é o valor de mercado do patrimônio líquido; D é o valor de mercado da dívida; PS ³⁹ é o valor de mercado das ações preferenciais; $[E+D+PS]$ representa o valor de mercado dos componentes de financiamento da empresa. Analisemos mais de perto cada elemento.

2.1) Custo do Patrimônio Líquido. É definido como a taxa de retorno mínima abaixo da qual os investidores não fazem o investimento. Para estimá-la, em geral, utilizam-se modelos de risco e retorno como o CAPM (Capital Asset Price Model)⁴⁰. Basicamente, o modelo CAPM mede o retorno esperado como função do risco, medido em termos de variância não diversificável ($\beta = cov_{im} / \sigma_m^2$, onde β é o risco não diversificável, cov_{im} é a covariância entre o retorno de um ativo 'i' e o retorno de uma carteira incluindo todos os ativos negociados no mercado e σ_m^2 é a variância do retorno de uma carteira contendo todos os ativos negociados no mercado). Formalmente, o Custo do Patrimônio Líquido é assim definido :

$$E(R) = R_f + \beta(E[R_m] - R_f) \quad (4)$$

Onde $E(R)$ é o Custo do Patrimônio Líquido, R_f é o retorno de um ativo sem risco e R_m é o retorno de uma carteira que contém todos os ativos negociados no mercado. A análise dos determinantes do Custo do Patrimônio Líquido aparentemente não permite que se chegue a uma conclusão *a priori* sobre quem teria tal custo mais alto se o setor público ou o setor privado.

³⁸ A análise dos determinantes da taxa de desconto seguirá, em grande parte, Damodaran(1997).

³⁹ Obviamente que quando a empresa não tiver ações no mercado, o custo das ações preferenciais não se aplica.

⁴⁰ Além do CAPM, existe o APM (Arbitrage Price Model) que mede o custo do patrimônio líquido a partir de vários fatores econômicos não especificados como mudanças imprevistas no PIB, na taxa de juros, etc. Não é o objetivo deste trabalho explicar detalhadamente cada um desses modelos. Para uma abordagem completa ver Damodaran (1997); Ross et alli (1993).

2.2) Custo das Dívidas. É o que a empresa paga para financiar seus investimentos; é função do nível geral das taxas de juros - quanto maior esta, maior o custo da dívida - e do risco de inadimplência da empresa, isto é, empresas com alto risco de inadimplência pagarão um custo elevado pelo endividamento. É novamente difícil definir *a priori* quem teria um maior custo de endividamento se o setor público ou o setor privado. Se o mercado acredita que a dívida de uma empresa estatal será assumida, em última instância, pelo governo, o risco de inadimplência será baixo e provavelmente menor que o da média do setor privado. Obviamente, quão mais baixo vai depender de que grupo privado ou mesmo consórcio de grupos privados irá comprar a estatal porque se estes forem sólidos, a diferença positiva de taxa de juros cobrada pelo risco de inadimplência será muito pequena.

2.3)Custo das Ações Preferenciais. Ações preferenciais são aquelas sem direito a voto; elas constituem um custo para a empresa porque são necessários pagamentos de dividendos aos proprietários das mesmas. Simplificadamente⁴¹, o seu custo é definido como o dividendo preferencial pago pela ação dividido pelo preço de mercado da ação preferencial. Outra vez é difícil definir *a priori* se o setor privado teria um custo de ações preferenciais diferente do setor público, uma vez que se uma empresa paga poucos dividendos, o seu valor de mercado tenderá a cair, ou seja, se o numerador da fração for continuamente baixo, o denominador tenderá a acompanhá-lo; isto vale tanto para empresa privadas quanto para empresas estatais.

A análise dos determinantes das taxas de desconto não fornece uma evidência nítida sobre quem a teria mais alta se o setor público ou setor privado. Enquanto o custo do patrimônio líquido e o custo das ações preferenciais é claramente indefinido, o custo da dívida parece indicar-se um pouco mais baixo para a empresa estatal, mas dependendo significativamente do tipo de grupo/consórcio privado envolvido com a privatização.

O que se percebe da análise dos componentes determinantes do valor de uma empresa é principalmente uma ambigüidade *a priori* sobre quem avaliaria a empresa por maior valor, se o setor público ou o setor privado. Uma conclusão forte, entretanto, é que a avaliação de empresas não é algo completamente rigoroso, mas, ao contrário, envolve muitos elementos subjetivos. Não é sem motivo que as privatizações pelo mundo tem sido cercadas de muitas polêmicas sobre a possível subavaliação de empresas. No Brasil, também tem sido assim. Uma evidência nítida: as firmas de consultoria contratadas para avaliar as empresas a

serem privatizadas têm geralmente apresentado valores de venda diferentes entre si, o governo estabelece um terceiro valor (preço mínimo) e os compradores muitas vezes pagam ágio; ou seja, há pelo menos quatro avaliações diferentes envolvidas.

Uma amostra desses fatos está em Paula (1997). Ao analisar a privatização da siderurgia brasileira, o autor observa que houve diferenças entre os preços de venda estabelecidos pelas diferentes empresas de consultoria e o preço mínimo estabelecido pelo governo. Há ainda uma quarta, não chamada a atenção pelo autor, que é o preço efetivo de venda, que representa o preço que o comprador avaliou a empresa. Como mostra a equação (2), a diferença se deve aos distintos fluxos de caixa esperados e diferentes taxas de desconto. O quadro 2.1 mostra as diferenças. Note-se que em todas as empresas há divergências significativas de avaliação.

Quadro 2.1

Diferenças na avaliação de empresas

| Empresa | Consultoria 1 | | | Consultoria 2 | | | Preço Mínimo | Preço de Venda | Período Amortização (anos) |
|----------|---------------|------------------|--------------------|---------------|-----------------|--------------------|--------------|----------------|----------------------------|
| | Preço | Tx. desconto (%) | Fl. caixa esperado | Preço | Tx desconto (%) | Fl. caixa esperado | | | |
| Usiminas | 1.650 | 15 | 6.676 | 1.820 | 14 | 6.746 | 1802 | 1.941 | 10 |
| CST | 350 | 15 | 1.416 | 400 | 16,5 | 1.842 | 354 | 354 | 10 |
| Acesita | 417 | 17 | 9.635 | 477 | 16,5 | 10.108 | 363 | 465 | 20 |
| Piratini | 33 | 20 | | 43 | 20 | | 43,8 | 107 | s.d |
| CSN | 1.731 | 15 | 7.002 | 1.463 | 15 | 5.918 | 1495,3 | 1.495 | 10 |
| Cosipa | 229 | 14 | 1.635 | 201 | 16 | 1.862 | 419,6 | 586 | 15 |
| Açominas | 346 | 14 | 4.761 | 320 | 15 | 5.237 | 329,1 | 599 | 20 |

Fonte: BNDES extraído de Paula (1997), exceto o preços de venda (mínimo e efetivo) os quais utilizou-se a fonte primária (BNDES)

Obs.: O cálculo do fluxo de caixa foi feito por nós, a partir das informações de Paula (1997).

Embora estas diferenças de avaliação não reflitam exatamente o fato de que o setor privado avaliaria uma empresa diferentemente do setor público, elas servem para mostrar que diferenças de avaliação são um fato e que no caso em que o comprador (grupo privado) tem características bem distintas do vendedor (o setor público), tais diferenças tendem a ser mais nítidas.

⁴¹ Supõe-se que o dividendo é constante e que as ações preferenciais são não conversíveis e não resgatáveis.

2.3. Avaliação das empresas que têm apresentado prejuízos⁴²

Nesses casos, há duas alternativas, dependendo das perspectivas da empresa. Aquelas que enfrentam um problema transitório, ocasionado por má administração ou por uma fase desfavorável de seu setor de atuação, mas que podem voltar a gerar lucros no futuro, podem ser avaliadas pelo modelo geral de fluxo de caixa esperado positivo. Nessas situações, o que se faz é utilizar lucros normalizados ou médios tendo como base períodos em que os lucros eram positivos, supondo que a empresa voltará a apresentá-los no futuro. Outra alternativa é estimar fluxos de caixa para o período de transição entre a fase de prejuízos e a volta dos lucros. Aqui, uma série de suposições necessitam ser feitas sobre a probabilidade de recuperação financeira da empresa.

Mais complicado é quando a situação financeira da empresa é irrecuperável, sendo a falência o caminho inevitável. Nesses casos, as alternativas são a avaliação pelo preço de liquidação ou por modelos de precificação de opções. A primeira é a soma de valor que os ativos teriam no mercado, líquido de custos legais e de transação; obtém-se o valor do patrimônio líquido da empresa ao diminuir as dívidas pendentes do valor de liquidação de ativos. Quando o valor de mercados dos ativos é menor que o valor nominal da dívida pendente só resta a alternativa de avaliar a empresa pelos modelos de precificação de opções.

Opções são títulos derivativos cujo valor deriva de um título subjacente. A idéia básica é que uma opção confere ao investidor o direito de comprar ou vender uma determinada quantidade de um ativo a um preço fixo. Há dois tipos de opções, de compra e de venda. A idéia de aplicar a noção de opções como uma alternativa para avaliar empresas em dificuldade é que o patrimônio líquido de uma empresa é um direito residual, ou seja, os donos do patrimônio líquido têm o direito sobre todos os fluxos de caixa depois do pagamento aos credores da empresa (detentores de direitos financeiros como dívida, ações preferenciais, etc.). No caso de liquidação, os proprietários do patrimônio líquido recebem o que restar após o pagamento de dívidas e demais obrigações financeiras.

Assim, se o valor de liquidação da empresa for maior que o valor nominal da dívida, o retorno do patrimônio líquido será positivo. Uma opção de compra com um preço de exercício X sobre um ativo com valor atual Y terá retorno apenas se X for maior que Y. O

⁴² Segue-se, parcialmente, Damodaran (1997).

corolário é que o patrimônio líquido pode ser tratado como uma opção de compra, em que sua efetivação exige a liquidação da empresa e a quitação do valor de face da dívida. Damodaran (1997, pág. 465) explica as implicações de focalizar o patrimônio líquido como opção de compra: *“o patrimônio líquido terá valor, mesmo que o valor da empresa caia para bem abaixo do valor da dívida pendente. Tal empresa será vista por investidores, contadores e analistas como estando em dificuldades, mas isto não significa que seu patrimônio não tenha valor algum. Na realidade, da mesma forma que as opções negociadas fora do valor de mercado terão valor devido às possibilidades que o valor do ativo subjacente venha a subir além do preço do exercício durante a vida futura remanescente da opção, o patrimônio líquido terá valor devido ao prêmio de tempo sobre a opção (o tempo a decorrer até o vencimento e resgate dos bônus) e a possibilidade de que o valor dos ativos suba acima do valor de face dos bônus antes do vencimento destes.”*

O governo avalia suas empresas em dificuldade seguindo a metodologia do fluxo de caixa descontado, mesmo para empresas em grande dificuldade; a diferença essencial, em geral, é que para torná-las atrativas, promove-se uma reestruturação significativa antes da venda, assumindo passivos e vendendo a empresa saneada. Esse procedimento possibilita a privatização por valores positivos, mesmo de empresas que sempre apresentaram prejuízos. O ponto básico da análise é que não existe “almoço grátis”, ou seja, empresas estatais deficitárias não serão adquiridas pelo setor privado sem uma prévia reestruturação financeira em que parte dos passivos são assumidos pelo governo. A título de exemplo, o edital de concessão - implicou ainda no arrendamento e venda de bens de pequeno valor-, da Rede Ferroviária Federal, grupo historicamente deficitário e que nunca pagou dividendos à União⁴³, explicita: *“A avaliação foi desenvolvida com base no método do fluxo de caixa operacional descontado (...), não foram consideradas transferências de passivos da RFFSA para a Concessionária”*.

O raciocínio só mudaria se o comprador avaliasse que as dificuldades são conjunturais, resultantes exclusivamente da má administração governamental, e que, uma vez privatizada, os melhores métodos de gestão privados tornarão a empresa saudável financeiramente em algum tempo.

⁴³ Estas informações estão no Edital N° PND/A-03/96/RFFSA.

2.4. Empresas estatais e retorno de investimento do governo

A preocupação aqui é exclusivamente com o retorno de investimento, abstraindo possíveis utilizações das estatais para outros objetivos de política pública⁴⁴. A análise se concentra na rentabilidade do patrimônio líquido das estatais e na distribuição de dividendos para o governo. O que se nota (Quadro 2.2) é que as empresas estatais apresentaram retornos sobre o patrimônio líquido positivo na primeira metade da década de 80, e até elevados, considerando apenas os principais grupos. A partir de 1987, a rentabilidade caiu significativamente, tornando-se negativa para o conjunto do setor produtivo e bem abaixo dos índices anteriores para os maiores grupos, exceto para a Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) e Telebrás que tiveram quedas menores. Quando se comparam as rentabilidades do patrimônio líquido do setor produtivo estatal e das 500 maiores empresas privadas do país, o resultado é pouco animador para o setor público.

O setor produtivo estatal como um todo teve rentabilidade média do patrimônio líquido entre 1981 e 1994 de -2,5%, enquanto que as 500 maiores empresas privadas tiveram rentabilidade positiva de 7,8%. Desagregando o setor produtivo estatal, nota-se que os principais grupos tiveram rentabilidade média mais próxima que a das 500 maiores empresas, ficando alguns, como o da CVRD, com rentabilidade média superior. Outra característica interessante que se observa é que a queda de rentabilidade observada no setor produtivo estatal a partir de 1987 (menos acentuada nos principais grupos) também ocorreu - numa proporção menor - entre as 500 maiores empresas privadas, mas apenas a partir de 1990. A origem dos retornos negativos entre o setor produtivo estatal se concentrava no item demais empresas que englobava, entre outras, a Rede Ferroviária Federal (RFFSA), a Empresa de Correios e Telégrafos (ECT), as Companhias Docas, etc.

⁴⁴ Werneck (1987) fez um amplo levantamento da utilização das empresas estatais como instrumentos de política econômica, comprimindo tarifas, restringindo investimentos, etc.

Quadro 2.2

Setor Produtivo Estatal vs. 500 Maiores Empresas Privadas

Retorno sobre o patrimônio líquido (%)

(1981/94)

| Empresavano | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | Média |
|-------------------------------|------|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|--------|------|-------|-------|------|-------|
| Setor Prod. Estatal | 6,0 | 1,7 | 0,7 | 4 | -3,6 | 5,3 | -11,1 | -4,8 | -0,2 | -25,8 | -1,5 | -1,7 | -7,8 | 4,2 | -2,5 |
| Principais Grupos | 13,9 | 11,1 | 7,5 | 10,4 | 10,2 | 12,8 | 1 | 4,4 | 5,4 | 5,1 | 0 | 1,8 | 3,3 | 4,2 | 6,5 |
| CVRD | 12,8 | 10,4 | 10,5 | 22,6 | 12,9 | 8,3 | -6,4 | 7,8 | 21,8 | 4,3 | 4 | 4,5 | 4 | 6,7 | 8,9 |
| Eletróbrás | 15,2 | 12,9 | 10,8 | 8 | 3,8 | 9,6 | -0,8 | 1,3 | 3,2 | 1,5 | 0,4 | 1,6 | 1,1 | 2,8 | 5,1 |
| Petrobrás | 11,1 | 7,2 | 6,6 | 7,6 | 18,9 | 22,9 | 1,2 | 3,8 | 1,5 | 8,8 | -2 | 0 | 5,1 | 9,1 | 7,3 |
| Telebrás | 15,8 | 13,1 | 0,8 | 10,6 | 8,5 | 6,3 | 7,6 | 11,4 | 7,7 | 9,9 | 1,3 | 2,4 | 8,1 | 3,1 | 7,6 |
| Demais Empresas | -2,3 | -9,1 | -6,1 | -1,1 | -19,6 | -4,5 | -33,8 | -38,8 | -18,6 | -150,7 | -5,7 | -23,1 | -97,6 | 4,3 | -29,1 |
| 500 Maiores Empresas Privadas | 9,2 | 9,8 | 7,7 | 12,7 | 13,2 | 13,3 | 6,5 | 10,8 | 14 | 1,4 | -3,6 | 0,4 | 3,1 | 10,7 | 7,8 |

Fonte: Sest, extraído de Giambiagi & Pinheiro (1996); Exame (1996)

Obs.: Setor produtivo estatal exclusive instituições financeiras; 500 Maiores empresas privadas não financeiras

2.5. Distribuição de Dividendos

Quando se observa a distribuição de dividendos (Quadro 2.3), que é o que efetivamente entra no caixa do governo, nota-se que eles são bem menores que os lucros das empresas no período entre 1988 e 1994. A CVRD, por exemplo, teve retorno sobre o patrimônio líquido médio de 7,6% e dividendo sobre patrimônio líquido da União médio de 1,69% no período. A comparação entre quadros (2.2) e (2.3) mostra que as empresas que permaneceram com alta rentabilidade entre o final da década de 80 e a primeira metade da década de 90, CVRD e Telebrás, tiveram um índice de retenção de lucros (lucros retidos/lucro total) elevado, ou seja, distribuíram-nos pouco. Isto significa que são um mal investimento para o governo? Não, necessariamente. A literatura de investimento chama empresas que distribuem a totalidade dos lucros de “vacas leiteiras” porque elas não teriam nenhuma perspectiva de crescimento. Ross et alli (1993, p.106) afirmam: “a política de distribuir a totalidade dos lucros pode não ser a melhor. Muitas empresas contam com oportunidades de investir em projetos rentáveis. Como esses projetos podem representar uma fração importante do valor da empresa, seria besteira sacrificá-los para pagar todos os lucros como dividendos”. Entretanto, estes autores ressaltam a importância dos lucros retidos financiarem projetos com valor presente positivo. Há farta documentação na literatura de empresas com altos lucros, sem oportunidades de investimento com valor presente positivo, mas que mesmo assim distribuem poucos dividendos. Há, aqui, o “problema de agência” entre os interesses antagônicos dos acionistas e dos administradores. Estes, em muitos casos, têm incentivo a aumentar o tamanho da empresa, realizando investimentos, porque isto lhes traria maior poder, em vez de distribuir dividendos aos acionistas. Jensen (1986) cita o caso da indústria

petrolífera e de tabaco na década de 70, que, apesar de apresentarem altos lucros e poucas oportunidades de investimento, continuaram investindo.

Seria este o caso das estatais lucrativas brasileiras como a CVRD e a Telebrás? Aparentemente, não. A Telebrás realizou muitos investimentos porque o setor de telecomunicações passou por transformações tecnológicas profundas nos últimos anos, sendo o esforço de atualização uma necessidade para sua sobrevivência. Isto significa que maiores investimentos com valor presente positivo hoje podem representar maiores lucros, maior valor da empresa e maiores dividendos distribuídos no futuro. Assim, a crítica muito freqüente de que as estatais, mesmo as lucrativas, distribuem poucos dividendos para o governo nem sempre é procedente.

Quadro 2.3

Distribuição de dividendos

Dividendos da União/Patrimônio Líquido da União -1988/94

| Empresano | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|
| CVRD | 1,9 | 5,2 | 1,2 | 1,1 | 0,6 | 0,7 | 1,1 |
| Eletróbrás | 0,2 | 0,3 | 0,4 | 0 | 0,3 | 0,2 | 0,4 |
| Petrobrás | 2,9 | 1 | 0,9 | 0,1 | 0,4 | 0,4 | 0,7 |
| Telebrás | 0,7 | 0,3 | 0,5 | 0,3 | 2,5 | 0,4 | 0,4 |

Fonte: Sest, extraído de Giambiagi & Pinheiro (1996)

Os quadros 2.3 e 2.4 sugerem, observando o conjunto do setor produtivo estatal, que o retorno do investimento do governo foi negativo, significando, *ceteris paribus*, um mal negócio para este último. A rentabilidade média negativa entre 1981 e 1994 mostra que as estatais funcionaram como uma fonte de permanentes prejuízos. Ao se observar os maiores grupos, a conclusão torna-se, no mínimo, ambígua. A rentabilidade média do patrimônio foi um pouco abaixo das 500 maiores empresas privadas, embora tenha caído bastante nos primeiros anos da década de 90. Apesar da distribuição de dividendos dos grupos com maior rentabilidade ter sido pequena, não é possível concluir *a priori* que estes grupos são um mal negócio para o governo porque lucros são retidos para permitir o financiamento de novos investimentos. Se estes tiverem valores presentes positivos, a empresa estaria apta a distribuir mais dividendos no futuro. A questão é saber se não estariam atuando problemas de agência, em que o interesse dos administradores das empresas estatais seria o de aumentar o tamanho

da empresa, o que se contraporá aos interesses do governo (o acionista) de receber dividendos.

2.6. Privatização e crise fiscal

A privatização tem sido apontada como uma das peças mais importantes no programa brasileiro de ajuste fiscal por conta do potencial arrecadável, o que faria diminuir sensivelmente a dívida pública e, em consequência, a carga de juros paga pelo governo. Para entender melhor a sua possível contribuição, é desejável que se trace um rápido panorama da situação fiscal recente no Brasil⁴⁵.

As contas públicas brasileiras passaram por uma fase de deterioração significativa nos últimos dois anos (Quadro 2.4); de um superávit operacional de 1,32% do PIB em 1994 para um déficit operacional de 3,88% do PIB em dezembro de 1996, mas com melhora em 1997, 2,73% do PIB em setembro deste ano. Em dezembro de 1994, tanto o resultado do governo central (engloba governo federal e Banco Central) quanto das empresas estatais (federais, estaduais e municipais) era superavitário, 1,57 e 0,31% do PIB, respectivamente. Ambos tornaram-se deficitários em 1995, assim permanecendo até maio de 1997. A partir de junho deste ano, as empresas estatais tornaram-se levemente superavitárias⁴⁶, atingindo superávit de 0,17% do PIB em setembro de 1997. O governo central continuou deficitário (1,54% do PIB em setembro de 97). Os governos estaduais e municipais já estavam naquele ano deficitários, 0,56% do PIB, mas num nível bem mais baixo que o atual, 1,36% do PIB.

⁴⁵ Tratamento abrangente deste ponto pode ser encontrado em Giambiagi (1997) e em Velloso (1997).

⁴⁶ O superávit das empresas estatais é, em grande parte, consequência do processo de privatização. Este retira as estatais deficitárias do cômputo das necessidades de financiamento do conjunto das empresas estatais e induz à reestruturação financeiras das empresas que permanecem públicas preparando-as para futura privatização.

Quadro 2.4

Necessidades de Financiamento do Setor Público

Fluxos dos últimos 12 meses (% PIB)

| | Dez/93 | Dez/94 | Dez/95 | Dez/96 | Set/97 |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| Operacional | -0,25 | -1,32 | 4,79 | 3,88 | 2,73 |
| Governo federal e BCB | 0 | -1,57 | 1,63 | 1,67 | 1,54 |
| Estados e Municípios | -0,23 | 0,56 | 2,31 | 1,88 | 1,36 |
| Estatais | -0,02 | -0,31 | 0,84 | 0,32 | -0,17 |
| Primário | -2,62 | -5,09 | -0,35 | 0,09 | -0,68 |
| Governo federal e BCB | -1,42 | -3,05 | -0,57 | -0,4 | -0,12 |
| Estados e Municípios | -0,55 | -0,85 | 0,17 | 0,57 | 0,00 |
| Estatais | -0,65 | -0,65 | 0,05 | 0,08 | -0,56 |
| Juros Reais | 2,38 | 3,77 | 5,14 | 3,78 | 3,41 |
| Governo federal e BCB | 1,42 | 1,48 | 2,2 | 2,07 | 1,66 |
| Estados e Municípios | 0,32 | 1,41 | 2,14 | 1,31 | 1,36 |
| Estatais | 0,63 | 0,88 | 0,79 | 0,4 | 0,39 |

Fonte: Banco Central do Brasil

O quadro 2.4 mostra que apesar do aumento do pagamento de juros reais em 1995 em relação a 1994, este volta a cair em 1996, assim permanecendo em 1997 com patamares próximos aos de 1994. O que se conclui é que o maior responsável pela piora dos resultados fiscais, representados pelas NFSP no conceito operacional - resultado primário mais pagamento de juros reais - foi a deterioração do primeiro, explicado pelos seguintes elementos:

1) Queda brusca da inflação, que enfraqueceu um mecanismo muito utilizado pelos governos em suas três esferas (federal, estadual e municipal), conhecido como "repressão fiscal"; na verdade, atrasos de pagamentos não indexados, desvalorizando-os em termos reais, enquanto a maior parte das receitas públicas estavam pelo menos parcialmente indexadas. Além disso, os salários dos servidores públicos eram rapidamente corroídos.

2) Aumento dos gastos com seguridade social, continuando uma tendência já observada desde a Constituição de 1988; tais gastos dobraram sua participação no PIB entre em 1986 e 1996, de 2,8% para 5,6% do PIB em 1986 e 1996, respectivamente (Cf. Secretaria de Política Econômica). Em 1994, estes gastos encontravam-se em 4,9% do PIB, elevando-se para 5,6% em 1996. Tal aumento impossibilitou o INSS de transferir recursos para financiar a saúde, ficando o Tesouro Nacional como o responsável integral por essa despesa (Velloso, 1996). Os motivos específicos para o crescimento de tais gastos no período recente foram a expansão do

número de beneficiários porque muitos se aposentaram nos últimos anos por temer mudanças provocadas pela Reforma da Previdência em andamento no Congresso Nacional, e o reajuste de 43% no salário mínimo, quando a inflação fora, no período entre um aumento e outro, de apenas 15,8%. Além disso, tal aumento foi estendido para a totalidade dos beneficiários da Previdência, o que não era uma exigência legal (Giambiagi, 1997).

3) Deterioração dos resultados de estados e municípios, apesar da maior participação, principalmente dos últimos, no bolo de receitas do país, promovida pela Constituição de 1988. A principal causa foi a expansão dos gastos com pessoal, que consome, na maior parte dos estados, bem acima do limite de 60% da receita corrente líquida, conforme estabelecido pela Lei Camata. As empresas estatais contribuíram com a menor parcela da deterioração fiscal do setor público consolidado, evidenciando que o papel das Necessidades de Financiamento das Empresas Estatais (NFEE) na equação (1) é pouco significativo, persistindo as condições atuais.

Em 1997, as contas públicas melhoraram sensivelmente em relação a 1996 (Quadro 2.4). Na esfera do governo federal, o aumento das receitas proporcionado pela Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira-CPMF (6% das receitas federais este ano), com vigência assegurada até janeiro de 1999 e pelas receitas de concessão (1,8% da arrecadação federal em 1997), ambas inexistentes no ano anterior e o controle dos gastos, principalmente com pessoal, explicam esta melhora. Nas esferas estadual e municipal, um esforço de ajuste fiscal está em curso, em parte provocado pela imposição de controle de gastos feito pelo governo federal no bojo do processo de renegociação das dívidas estaduais. No âmbito das estatais, o processo de privatização tem contribuído para reestruturar as empresas, além do efeito de direto que é a retirada das empresas vendidas do cômputo das Necessidades de Financiamento das Empresas Estatais (NFEE).

A tendência de comportamento das contas públicas nos próximos anos ainda não está claramente indicada. A crise no mercado internacional gerada a partir dos ataques especulativos a países do sudeste asiático forçou o governo brasileiro a aumentar significativamente a taxa de juros interna para evitar fuga de capitais sem ter de desvalorizar a taxa de câmbio. O efeito colateral foi a expansão do pagamento de juros por parte do governo. O tempo de duração da crise financeira internacional vai dar maior ou menor grau de liberdade ao BACEN de reduzir as taxas de juros (o que, em todo caso, deve ocorrer de

forma gradual). Para contrabalançar o impacto negativo, o governo federal anunciou uma série de medidas⁴⁷ a fim de melhorar o resultado primário consolidado (têm impacto principal sobre o governo federal, mas algumas repercutem sobre estados e municípios e empresas estatais).

O resultado líquido é indeterminado porque vai depender do patamar das taxas de juros, de sua trajetória de redução e do efeito das medidas sobre o primário (a arrecadação é função do nível de atividade econômica, tendo tanto o aumento das taxas de juros, quanto as medidas no lado fiscal impacto negativo sobre o crescimento da economia). Em todo caso, as primeiras estimativas apontam um superávit primário em 1998⁴⁸ superior ao de 1997 em razão da ampliação esperada das receitas de concessão, além, obviamente, dos efeitos das medidas de ajuste fiscal. Para 1999, o problema é o fim da vigência da CPMF; caso não se encontrem alternativas para prolongá-la ou fonte de receitas substitutas o resultado primário deve ser afetado negativamente a partir daquele ano.

O componente que se quer isolar neste trabalho é a contribuição da privatização para o ajuste fiscal, particularmente sobre a dinâmica da dívida e das necessidades de financiamento do setor público como proporção do PIB. Como explicado anteriormente, as receitas de privatização funcionam como um ajuste patrimonial, diminuindo a dívida líquida e, conseqüentemente, o pagamento de juros.

A partir de um modelo simples de identidades contábeis, investigou-se o comportamento da dinâmica da dívida pública como proporção do PIB:

$$DLTSP_{(t+1)} = DLTSP_{(t)} + NFSP_{(t+1)} + (Var. \text{ ajuste patrimonial}) \quad (5)$$

$$Var. \text{ Ajuste patrimonial} = \text{Ajuste patrimonial}_{(t+1)} - \text{Ajuste patrimonial}_{(t)} \quad (6)$$

$$NFSP_{oper}(t+1) = NFSP_{prim}(t+1) + JRL_{(t+1)} \quad (7)$$

$$NFSP_{nom}(t+1) = NFSP_{prim}(t+1) + JNL_{(t+1)} \quad (8)$$

$$JNL_{(t+1)} = r DLTSP_{(t)} \quad (9)$$

$$JRL_{(t+1)} = c DLTSP_{(t)} \quad (10)$$

$r =$ taxa de juros nominal média sobre a dívida

$c =$ taxa de juros real média sobre a dívida

⁴⁷ As medidas consistiram em ampliação de receitas (basicamente aumento das alíquotas dos impostos sobre produtos industrializados (IPI) e sobre a renda (IR)) e redução de despesas (não concessão de reajustes salariais aos servidores, cujos salários há três anos não são reajustados; corte de investimentos e de custeio). Para uma análise detalhada ver IPEA (1997).

⁴⁸ Ver IPEA (op. cit.).

Onde *DLTSP* é a dívida líquida do setor público, *NFSPnom*, *NFSPoper* e *NFSPprim* (esta última entra no modelo como hipótese) são as necessidades de financiamento do setor público no conceito nominal, operacional e primário respectivamente, *JNL* são os juros nominais líquidos, *JRL* são os juros reais líquidos, *r* e *c* são as taxas de juros nominal e real, respectivamente, sobre a dívida líquida total do setor público. Ajuste patrimonial corresponde ao reconhecimento de dívidas do setor público geradas no passado, às receitas de privatização e transferências de dívida ao setor privado (entram com sinal negativo) e ao ajuste metodológico da dívida do setor externo em razão dos saldos serem corrigidos pela taxa de câmbio de final do período e os fluxos serem corrigidos pela taxa de câmbio média do período. Para obter a proporção do PIB, dividem-se os valores acima de cada período pelo PIB do período correspondente. Os subscritos (*t* e *t+1*) indicam o período de tempo.

Para rodar o modelo, é preciso conhecer as magnitudes envolvidas, ou seja, qual o valor da dívida líquida do governo e qual é o potencial arrecadável com a venda das empresas estatais a fim de saber se tal estratégia pode ter êxito.

A dívida líquida do setor público em dezembro de 1996 estava em 34,4% do PIB ou cerca de R\$ 270 bilhões (cf. BACEN), sendo R\$ 237,6 bilhões de dívida interna (30,4% do PIB) e 31,5 bilhões de dívida externa (4% do PIB). Resta saber o valor pelo qual as empresas de patrimônio do governo federal poderiam ser vendidas.

Não é trivial saber quanto o governo pode arrecadar com a privatizações por várias razões⁴⁹: 1) as empresas são vendidas pelo seu valor econômico que é igual, como mencionado anteriormente, ao valor presente do fluxo de rendimentos da empresa; o problema é que tal valor é calculado caso a caso no momento de preparação para a venda, não estando disponível *a priori*; 2) nem todas as empresas do governo estão no cronograma de privatizações nos próximos anos, caso da Petrobrás e das empresas financeiras como Banco do Brasil, Banco do Nordeste e BNDES. Felizmente, o BNDES tem uma estimativa para o potencial arrecadável, que, diante das dificuldades apontadas, não significa que seja perfeita, mas como esta instituição adquiriu considerável *know how* no assunto pela sua gestão do Programa Nacional de Desestatização desde o seu início, vai-se utilizar o seu número.

⁴⁹ Ver Giambiagi & Pinheiro (1996).

Quadro 2.5

Potencial Arrecadável com as Privatizações 1997/2000

| | Valor (US\$ bilhões) |
|------------------------------------|----------------------|
| Elétricas estaduais | 30,70 |
| Embratel | 6,00 |
| Eletrosul | 3,00 |
| Banda B | 6,00 |
| Furnas | 6,50 |
| Telebrás | 17,00 |
| Chesf | 8,30 |
| Eletronorte | 7,00 |
| Fepasa | 2,10 |
| RFFSA (Malha Nordeste) | 0,01 |
| Sobras da Escelsa | 0,09 |
| Particip. minoritária na Petrobrás | 5,00 |
| Sobras da CVRD | 2,00 |
| Sobras da Light | 1,60 |
| Total | 95,30 |

A distribuição das privatizações em cada ano é uma estimativa do próprio autor porque o governo não fez referência. Para tanto, observou-se o cronograma em andamento e suas tendências. Admitiu-se a distribuição de valores mais ou menos uniforme ao longo do tempo: 22 bilhões em 1997; 23 bilhões em 1998, 26 bilhões em 1999 e 24,3 bilhões no ano 2000.

Para avaliar a importância destas receitas sobre a dinâmica da dívida pública, construíram-se dois cenários (utilizando o modelo acima) a fim de testar a sensibilidade da dívida diante das mesmas. Como hipóteses gerais⁵⁰, admitiu-se uma taxa de inflação de 6% em 1997 e 4% de 1998 a 2000, taxa de crescimento do PIB de 3,5%, 2%, 3% e 3,5% em 1997, 1998, 1999 e 2000, respectivamente; superávit primário de 0,6%, 2%, 1,8%, 1,4% do PIB, em 1997, 1998, 1999 e 2000, respectivamente; taxa de juros real sobre a dívida líquida do setor público de 12,7% e nominal de 17,2% em 1997, de 20% nominal e 15,4% real em 1998, de 16,2% nominal e 11,7% real em 1999 e de 16,2% nominal e 11,7% real em 2000⁵¹.

⁵⁰ Tais hipóteses refletem o aumento das taxas de juros provocado pela crise asiática e o efeito das medidas de ajuste fiscal anunciadas pelo governo em outubro de 1997. São compatíveis com os cenários traçados pelo mercado; vide os diversos boletins publicados por várias empresas de consultoria macroeconômica (Rosenberg & Associados, Macrométrica, etc) e por institutos de pesquisa ligados ao governo (vide IPEA, Boletim de Finanças Públicas, 1997).

⁵¹ Esta é uma média ponderada da taxa nominal de juros que incide sobre a dívida líquida total do setor público, incluindo até a dívida não onerosa (base monetária). Note-se que o procedimento aqui adotado é diferente da

Ajuste patrimonial, exclusive receitas de privatização, de R\$ 2 bilhões por ano de 1997 a 2000.

No cenário 1, o governo privatiza o montante e com o cronograma acima especificado. O que se observa é que a dívida líquida do setor público como proporção do PIB cai de 34,4% em dezembro de 1996 para 30,71% em 2000. Além da redução do estoque, o comportamento se deve à diminuição do déficit nominal, causado pela redução do pagamento de juros nominais em decorrência do abatimento de dívidas com a privatização (Quadro 2.6).

No cenário 2, o governo interrompe o programa de privatização até o ano 2000. O que se observa é um aumento da dívida pública como proporção do PIB, atingindo 42,25% em 2000. Note-se que o pagamento de juros e as necessidades de financiamento do setor público (nos conceitos nominal e operacional) são bem superiores *vis-à-vis* o primeiro cenário.

Comparando os dois cenários, percebe-se a significativa contribuição da privatização para a dinâmica da relação dívida/PIB: a sua presença ou não implica em uma mudança de mais de 10% do PIB no ano 2000 (30,71% com privatização e 42,25% sem privatização). O Quadro 2.6 mostra os resultados alcançados nos dois cenários a partir do modelo especificado e das hipóteses comuns anteriormente mencionadas:

Quadro 2.6

Dinâmica da Dívida Líquida, Necessidades de Financiamento e pagamento de juros pelo setor público com e sem privatização (1997/2000)

| | % do PIB | | | | |
|---|----------|-------|-------|-------|-------|
| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
| Cenário 1 (95,3 bilhões de privatização entre 1997 e 2000) | | | | | |
| Dívida líquida do setor público | 34,40 | 33,12 | 33,16 | 31,71 | 30,71 |
| NFSP nominal | 6,07 | 4,79 | 4,24 | 3,21 | 3,37 |
| Juros nominais | 5,98 | 5,39 | 6,24 | 5,01 | 4,77 |
| NFSP operacional | 3,87 | 3,61 | 3,10 | 1,91 | 2,19 |
| Juros reais | 3,78 | 4,21 | 5,10 | 3,71 | 3,59 |
| Cenário 2 (sem privatização) | | | | | |
| Dívida líquida do setor público | 34,40 | 35,68 | 38,58 | 40,26 | 42,25 |
| NFSP nominal | 6,07 | 4,79 | 4,73 | 4,04 | 4,66 |
| Juros nominais | 5,98 | 5,39 | 6,73 | 5,84 | 6,06 |
| NFSP operacional | 3,87 | 3,93 | 3,93 | 2,91 | 3,54 |
| Juros reais | 3,78 | 4,53 | 5,93 | 4,71 | 4,94 |

Fonte: para 1996, BACEN. Demais anos, estimativas do autor.

Hipóteses comuns aos dois cenários:

NFSP primário (% do PIB): -0,6 em 1997; -2,0% em 1998; -1,80% em 1999; -1,4% em 2000.

Taxa de juros nominal: 17,2% em 1997; 20% em 1998; 16,2% em 1999; 16,2% em 2000.

Taxa de juros real: 12,7% em 1997; 15,4% em 1998; 11,7% em 1999; 11,7% em 2000.

Tx. de crescimento do PIB: 3,5% em 1997; 2% em 1998; 3% em 1999; 3,5% em 2000.

Tx. de inflação: 6% em 1997 e 4% de 1998 a 2000.

Obs.: As taxas de juros aqui utilizadas incidem sobre a dívida total, inclusive dívida não onerosa, por isso estão mais baixas que a taxa de juros incidente sobre a dívida mobiliária (a hipótese por trás é que a composição da dívida entre onerosa e não onerosa permanece constante entre 1997 e 2000).

Ambos os cenários envolvem uma razoável melhora das contas públicas em relação a 1996 porque está-se assumindo como hipótese comum a existência de superávit primário em todos os anos de 1997 a 2000 (em 1996 houve déficit primário de 0,09% do PIB). Como afirmado anteriormente, tal hipótese é compatível com as medidas de ajuste fiscal anunciadas pelo governo federal com impacto sobre as três esferas de governo e sobre as empresas estatais. Note-se que a melhora do resultado primário anula o efeito do aumento das taxas de juros em 1998 em ambos os cenários.

É óbvio que as receitas de privatização são transitórias, isto é, existem apenas no momento da venda. Caso os governos se desfaçam de suas empresas e não promovam um ajuste fiscal duradouro, aumentando as suas receitas permanentes e/ou reduzindo gastos, o problema de sustentabilidade da relação dívida/PIB volta a aparecer no futuro. As reformas

constitucionais -previdenciária, administrativa e tributária - têm um papel importante a desempenhar no processo de equilíbrio fiscal brasileiro de longo prazo. As receitas de privatização serviriam como uma ponte até que elas começassem a surtir efeitos.

2.7.A velocidade da privatização faz alguma diferença?

Sim. Se, por hipótese, o governo arrecadasse os mesmos R\$ 95,3 bilhões de uma só vez em 1997, em vez de distribuí-lo ao longo dos quatro anos, a relação dívida líquida/PIB atingiria 26,52% no ano 2000, 4% do PIB menor do que distribuindo-a ao longo dos anos. A razão é que se diminuiria substantivamente o pagamento de juros.

Para analisar a importância da velocidade da privatização no ajuste fiscal, Larraín e Winograd (1996)⁵² comparam as experiências argentina e chilena; enquanto que a privatização rápida e em larga escala na primeira teve um forte impacto positivo sobre as finanças públicas; na segunda, a privatização gradual e precedida de reestruturação das empresas teve impacto fiscal muito pequeno.

A Argentina passava, até o início dos anos 90, por um processo de grande desordem econômica, com hiperinflação, desindustrialização, finanças públicas deterioradas, o que provocava um crescimento contínuo da dívida pública. As empresas estatais eram mal administradas, em razão da grande influência dos sindicatos de trabalhadores, de políticos e de grupos empresariais privados na sua administração; o que implicava em elevada corrupção, resultando em um fluxo contínuo de prejuízos. Em suma, as empresas públicas argentinas eram vítimas de comportamento do tipo *rent-seeking*. Em 1991, o governo anunciou um programa de estabilização econômica que incluía a conversibilidade da moeda argentina ao dólar americano, taxa de câmbio fixa, um sistema de dupla moeda como meio de pagamento (dólar e peso), proibição de indexação de contratos e restrições ao financiamento do déficit via emissão de moeda; a privatização tinha o papel de financiar temporariamente o déficit e diminuir o endividamento público. A opção pela privatização rápida e em massa foi uma escolha clara do governo pela maximização das receitas de venda em detrimento de considerações sobre eficiência alocativa. Assim, o governo privatizou monopólios sem maiores preocupações com a regulação porque avaliou que naquele momento o problema mais grave a resolver era macroeconômico, notadamente nas finanças públicas e no balanço

⁵² Esta seção será baseada nesse trabalho.

de pagamentos. A privatização desempenhou ainda o papel de sinalizador para o mercado de que o governo de fato estava comprometido com profundas reformas econômicas. Além disso, o abatimento de dívida externa permitiu que a taxa de juros cobrada ao país caísse (60% das receitas de privatização tiveram origem externa). Uma evidência da restauração da credibilidade argentina foi a redução do prêmio de risco país de 15% em 1990, para 4% em julho de 1993, mês em que o governo privatizou sua companhia de petróleo, YPF.

Os números do programa argentino são eloqüentes: em 1989, havia 92 empresas públicas, cujas receitas, despesas, prejuízos e transferências de recursos do Tesouro corresponderam naquele ano a 15,3%, 20,8%, 5,5% e 1,4% do PIB do país, respectivamente. Em 1994, restavam apenas 8 empresas públicas; das demais, 25 haviam sido vendidas, 12 concedidas, 18 liquidadas, 3 transferidas para províncias e municípios e 25 estavam em processo de privatização. Considerados os títulos da dívida externa - aceitos como moedas de privatização - pelos valores nominais, arrecadaram-se 22,9 bilhões de dólares (12% do PIB médio do período) entre 1991 e 1994; pelo valor de mercado dos títulos, 14,7 bilhões de dólares (7,7% do PIB). Os pagamentos à vista representaram 44% das receitas totais; o restante foi pago em títulos da dívida externa, reduzindo-a em 23%. Há, entretanto, que se deduzir do montante arrecadado, os custos do programa de privatização que não foram desprezíveis; apenas o plano de demissão voluntária, aplicado às empresas antes da privatização, custou 2 bilhões de dólares ao governo.

Em suma, a privatização rápida e em massa teve um papel chave na redução do endividamento externo argentino, na diminuição do prêmio de risco do país e na melhoria da finanças públicas entre 1991/95. Além disso, como as empresas eram muito mal administradas, as vendas tiveram o efeito de longo prazo de reduzir os seus prejuízos para o governo (e não os lucros, como seria de esperar da propriedade de ativos). O custo sobre a eficiência alocativa foi alto porque não houve maiores preocupações com regulação ou promoção de competição; a prioridade do governo era a maximização de receitas, incompatível com o objetivo de eficiência alocativa.

No Chile, a privatização teve características completamente distintas do caso argentino. O processo durou pelo menos 15 anos, passando por várias fases durante esse período. A primeira foi logo após o golpe de estado que derrubou o governo socialista de Salvador Allende. O traço marcante foi a volta para o setor privado de empresas que haviam

sido nacionalizadas durante o governo socialista (1970-73). A segunda fase inicia-se em 1975 e vai até 1979; obteve-se 1,16% do PIB de receitas de privatização em média por ano durante o período. A principal característica foi a baixa preocupação com a eficiência alocativa: grupos privados com influência no governo adquiriram empresas estatais do setor industrial e bancário, sem maiores preocupações do governo com a regulação.

Entre 1980 e 1984, as privatizações são praticamente inexistentes (0,2% do PIB de média anual). Em 1982, a economia chilena passa por uma grande crise econômica (queda 14,1% no PIB), a qual obrigou o governo a empreender um programa de salvamento do setor privado, que custou 22,4% do PIB. Tal programa consistiu praticamente em uma nacionalização: o Banco Central assumiu a responsabilidade pelos empréstimos duvidosos feitos por empresas industriais e comerciais a fim de garantir a solvência do sistema financeiro. O governo impôs ainda forte controle sobre os principais bancos e fundos de pensão do país. Em contrapartida, o governo adquiriu status de proprietário dos bancos e empresas que ajudou.

A partir de 1985, passado o período de ajustamento econômico, a economia volta a crescer e também retornam as privatizações; entre 1985 e 1989, a economia cresceu à taxa média de 6,24% a.a e as privatizações corresponderam à média anual de 1,4% do PIB.

O impacto da privatização sobre as contas públicas argentinas foi significativo porque aquela ocorreu de forma rápida e em grande escala, sem maiores preocupações com eficiência alocativa. Isto teve efeito positivo em razão de ter sinalizado para o mercado (principalmente internacional) o compromisso do governo argentino com reformas econômicas, o que fez diminuir o prêmio de risco cobrado ao país; além disso, a estratégia de privatização por meio de swap da dívida externa por ações de empresas estatais permitiu que o endividamento externo se reduzisse significativamente.

Em resumo, no Chile o impacto da privatização sobre as contas públicas foi bem menor porque o processo, apesar de ter envolvido magnitudes consideráveis, foi bem mais lento que o argentino, tendo durado pelo menos 15 anos; além disso, o governo chileno promoveu reestruturas nas empresas antes da privatização.

2.8. Conclusão

O objetivo deste capítulo foi analisar a contribuição da privatização para o ajuste fiscal brasileiro. O Plano Real, a despeito do seu incontestável sucesso, tem como um de seus pontos vulneráveis a ausência de equilíbrio das contas públicas, como apontado por muitos analistas. O governo tem movido muitos esforços para corrigir esta deficiência, mas muitos desses esforços envolvem reformas na Constituição, que necessitam de muitas negociações para serem aprovadas e por isso levam muito tempo.

Ao mesmo tempo, o país entra na fase mais importante do seu programa de privatização, esperando-se arrecadar mais de R\$ 90 bilhões entre 1997 e 2000, valor que pode desempenhar um papel muito importante na transição entre a atual situação fiscal e a fase de equilíbrio duradouro nas contas públicas, somente possível quando as reformas constitucionais encaminhadas pelo governo ao Congresso Nacional começarem a surtir efeitos.

Pelo modelo montado de avaliação do impacto da privatização sobre as contas públicas, verificou-se que, se mantidas as mesmas condições prevalecentes no passado, a privatização tende a diminuir as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) intertemporalmente. Aquele modelo apontou três elementos com impacto sobre as NFSP: o dividendos não mais recebidos pelo governo, os juros referentes à dívida abatida não mais pagos e as necessidades de financiamento das empresas estatais que saem do cômputo das NFSP. Os dados apresentados mostram que o governo tem recebido poucos dividendos em relação ao seu patrimônio investido; tem pago uma taxa de juros bem superior ao retorno dos seus investimentos nas estatais e que as necessidades de financiamento das empresas estatais, apesar de não elevadas, têm sido positivas. A conclusão é que, mantidas as condições que vigoraram no passado, a privatização é um ótimo negócio para o governo, diminuindo as NFSP intertemporalmente. É óbvio que nada garante que as condições do passado seriam mantidas. As estatais poderiam passar por um processo de reestruturação para se tornarem de fato rentáveis para o governo. Ressalte-se que, apesar de possível, tal tarefa não seria fácil porque a má performance das estatais é uma característica mundial pelos baixos incentivos aos seus administradores para perseguirem a eficiência econômica, embora haja exceções,

conforme será abordado em detalhes no terceiro capítulo deste trabalho. Do lado das taxas de juros, há uma certa tendência de queda para os próximos anos.

Em todo caso, o que se quer ressaltar é que mesmo que as empresas estatais fossem um negócio razoável para o governo, pagando uma taxa de retorno pelo menos igual ao juros que governo paga por sua dívida, ainda assim compensaria privatizar a fim de se garantir uma transição entre a atual fase de dificuldades fiscais até uma situação mais confortável com as reformas constitucionais surtindo seus plenos efeitos.

3. Efeitos da privatização sobre o desempenho econômico das empresas

Além das motivações de natureza fiscal, a suposta ineficiência das empresas estatais comparadas às empresas privadas é um dos motivos mais alegados pelos governos para a privatização. Surpreendentemente, a maioria dos estudos sobre o tema realizados no Brasil tem se concentrado apenas no primeiro aspecto, investigando a contribuição da privatização para o ajuste fiscal. O oposto se observa na literatura internacional, que tem se dedicado precipuamente a explicar o que causaria mudanças de performance nas empresas após a privatização. O objetivo deste capítulo é se concentrar nesse lado do problema.

O argumento básico presente na literatura é que a mudança de propriedade altera os incentivos do(s) proprietário(s) da empresa, refletindo-se no modo como estes monitoram os responsáveis por sua administração. Na segunda seção, apresenta-se o problema do agente-principal, formalizando a relação entre o(s) dono(s) da empresa e seus administradores. Na terceira seção, especificam-se as três estruturas de propriedade a serem analisadas, a saber: a empresa privada sem regulação, a empresa pública e a empresa privada regulada. Na quarta seção, analisam-se os incentivos presentes em cada estrutura de propriedade a fim de verificar como eles atuam sobre a performance das empresas. Na quinta seção, apresentam-se diversas evidências empíricas comparativas de diferenças de performance entre empresas públicas e privadas. Por último, analisa-se o desempenho de 10 empresas brasileiras privatizadas na década de 90, que passaram a figurar na lista das 500 maiores empresas privadas do país.

3.1. O problema do agente-principal⁵³

Relações entre agente e principal são muito freqüentes na economia e é uma das formas codificadas mais antigas de interação social (Ross, 1973). Ocorrem sempre que há a presença de pelo menos dois indivíduos em que um deles, o principal, deseja que o outro, o agente, realize determinada tarefa e para isso o contrata mediante um pagamento (monetário ou não). Por conta das assimetrias de informação, o principal não tem como monitorar perfeitamente o agente, que pode escolher que ação tomar entre um número de alternativas possíveis. Esta decisão afetará o bem-estar de ambos.

⁵³ O problema do agente-principal é explicado em detalhes nos livros modernos de microeconomia. Ver Mas-Collel et alli(1995), Kreps (1990) e Varian (1992).

Supõe-se que tanto o principal quanto o agente busquem maximizar suas respectivas funções utilidade. O agente dispõe de mais informações sobre a ação a tomar que o principal porque ele a observa diretamente e aprende com a sucessiva realização da tarefa. Como dito anteriormente, a ação do agente não pode ser diretamente observada pelo principal quer pela total impossibilidade, quer pelo alto custo de monitoramento. O que o principal pode fazer é observar o resultado ou o produto. Este, entretanto, é afetado, mas não completamente determinado, pela ação do agente, visto que variáveis fora de seu controle podem estar interferindo no resultado (Arrow, 1986). Assim, o resultado é estocástico, dada uma determinada ação do agente: $g(r/a)$, $r \in [r, r^*]$, onde r é o resultado da ação do agente, a é a ação do agente e $g(r/a)$ é uma função de densidade condicional com $g(r/a) > 0$.

Há três tipos de relação agente-principal presentes na literatura: o primeiro ocorre quando a ação propriamente dita do agente não é conhecida, chamada de risco moral (*moral-hazard*); o segundo é quando, embora podendo-se conhecer a ação do agente, não se tem como avaliar se a mesma foi a mais apropriada do ponto de vista do principal porque aquele dispõe de determinada informação que este desconhece, chamada de informação encoberta (*hidden information*).⁵⁴ O terceiro, de maiores aplicações práticas, seria uma combinação dos dois primeiros.

O caso geral de ação do agente que o principal não conhece é o nível de esforço do primeiro. Supõe-se que o nível de esforço seja uma desutilidade para o agente, mas uma utilidade para o principal. Isto porque o valor esperado do resultado é maior com alto esforço do que com baixo esforço. Assim, o valor esperado da produção de um trabalhador será maior com mais esforço que com menos esforço. O principal, entretanto, não tem como verificar o grau de esforço empregado pelo agente.

⁵⁴ Arrow (1986) explica que essa literatura se origina da teoria e prática do mercado de seguros e a terminologia só se aplicaria perfeitamente em casos muito específicos; mas os termos se consagraram na teoria de agência, tornando o seu uso obrigatório. É preciso chamar atenção ainda que os problemas conhecidos como de seleção adversa, que se referem à assimetria de informação antes da assinatura dos contratos, são classificados por alguns autores (por exemplo, Arrow (op.cit), Hart e Hölmstrom (1986)) também como problemas de agente-principal. Aqui se seguirá a classificação de Mas-Colell et alli (1995) em que os problemas de agente-principal referem-se apenas aqueles surgidos após a assinatura dos contratos.

Um exemplo muito citado do caso em que o principal não conhece a ação do agente é o do mercado de seguros. Quando um indivíduo faz o seguro de um carro, ele passa a ser o agente da companhia seguradora que deseja que ele tome uma série de cuidados com o carro a fim de minimizar os riscos de roubo ou colisão. Ocorre que tais atitudes do agente são desconhecidas do principal porque é absolutamente impossível monitorar cada segurado individualmente. O que se pode fazer é criar um sistema de incentivos que faça com que a ação do agente corresponda ao objetivo do principal; no caso de seguro, é usado o sistema de franquia que implica num custo para o segurado acionar o seguro.

Outro exemplo é o de um governo central que possui diversos órgãos na sua estrutura. Na elaboração do orçamento, cada órgão descentralizado, os agentes, tende a pedir mais recursos que precisa porque não tem incentivo a reduzir custos pois isto implicaria em menos recursos no ano seguinte. O governo central, o principal, não dispõe da informação *in loco* dos verdadeiros custos da administração descentralizada e por isso não tem como medir a real necessidade de recursos para aquele ano específico. Essa questão ficou conhecida na literatura como “compatibilidade de incentivos” (*incentive compability*).

Formalização muito interessante do problema do agente-principal é apresentada por Ross (1973). Ele tem um tratamento pioneiro em que se reconhece de forma explícita que o ganho (*payoff*) depende da ação empreendida pelo agente e de circunstâncias aleatórias (*random state of nature*). Basicamente, seu modelo engloba um agente e um principal em que ambos possuem funções utilidade do tipo von Neumann-Morgenstern que eles buscam maximizar, num ambiente de escolha sob incerteza em que o principal se encontra impossibilitado de monitorar completamente a ação do agente:

$$\text{Max } E \{ U [w(a((f)),\theta) - f(w(a((f)),\theta))] \}$$

Sujeito à restrição

$$E\{G[f(w(a,\theta);\theta)]\} \geq \kappa$$

Onde w é o pagamento pela ação do agente, “ a ” é ação do agente, f é o esquema de recompensa que será obtido pela ação do agente e que será dividido entre este e o principal, θ é o estado aleatório da natureza e “ κ ” é o nível de utilidade mínima abaixo da qual o agente não se engaja na ação (*participation constraint*), $U(.)$ e $G(.)$ são as funções utilidade do principal e do agente, respectivamente e o símbolo $E(.)$ indica o valor esperado, ou seja, as

utilidades do principal e do agente são variáveis aleatórias. Ross chega a conclusão que a necessidade de estabelecer recompensas para o engajamento do agente não impede que se atinja a eficiência de Pareto.⁵⁵

O modelo de Ross assume que agente e principal têm o mesmo conhecimento sobre θ (o estado aleatório da natureza). Tal hipótese retira do problema a existência de informação assimétrica entre um e outro. É natural que o agente disponha de mais informações que o principal sobre como se comportará o ambiente (a natureza) no qual ele realiza a ação na medida em que o tempo passa, ou seja, entra em curso um processo de aprendizagem que não é compartilhado pelo principal na mesma proporção.

Hölmstrom(1979) apresenta um modelo mais sofisticado que incorpora a assimetria de informação entre agente e principal. Novamente o problema do principal consiste em maximizar sua função utilidade sujeita à restrição de que a utilidade do agente atinja um nível mínimo sem a qual este não se engaja (*participation constraint*). A diferença do modelo de Ross é que θ não mais aparece explicitamente, sendo substituído por f que é uma variável aleatória com distribuição $F(f,a)$, parametrizada pela ação do agente⁵⁶.

O modelo de Hölmstrom pode ser resumido como segue.⁵⁷

$$\text{Max } \int U(f - w)h(f|z, a(z)) p(z) df dz$$

$$s(f), a(z)$$

Sujeito à restrição

$$\int G(w) h(f|z, a(z)) p(z) df dz - \int V(a(z)) p(z) dz \geq H^*$$

$$a(z) \in \text{argmax} \int U(w) h(f,y|z,a) df dy - V(a), \forall z$$

⁵⁵ Ross(1973) resolve o problema mostrado acima através de cálculo de variação. Ele assume a hipótese que um ótimo existe e é diferenciável. Não é o objetivo do presente trabalho resolver tais problemas, mas apenas mostrar como ele é apresentado formalmente.

⁵⁶ Holmström explica que a vantagem de excluir θ (estado aleatório da natureza) é que pode existir uma solução não ótima em que w teria que ser restrito a um intervalo finito em geral, resultando numa solução não diferenciável na qual não se aplicaria a solução proposta por Ross(1973). Novamente, esclarece-se que entrar na solução do problema não é o objetivo do trabalho, ficando a presente nota apenas como uma explicação ao leitor interessado em se aprofundar.

⁵⁷ Modificou-se a notação de Hölmstrom para tornar o modelo mais facilmente comparável com o de Ross (1973). Os símbolos no modelo de Hölmstrom têm o mesmo significado daqueles presentes em Ross, a menos que se indique o contrário.

Onde $U(.)$ é a função utilidade do principal, $G(.)$ é a função utilidade do agente, f é o esquema de recompensa proveniente da ação, a qual o principal compartilha com o agente que recebe w , z é um sinal que o agente possui sobre o estado da natureza que influenciará na hora de decidir que ação tomar. Em poucas palavras, a interpretação do modelo é que o principal está maximizando o seu ganho (ganho total da ação menos o que ele tem que pagar ao agente), mas tem que considerar que existe z (indicação que possui o agente sobre θ - o estado aleatório da natureza) e que a ação do agente será decidida, observando θ . Além disso, um nível de utilidade mínimo (superior a H^*) terá que ser obtido pelo agente. Tal utilidade é função do seu ganho (w) e do esforço que terá que empreender para obtê-lo (a). A assimetria de informações é captada exatamente por z , que representa o aprendizado do agente sobre as condições em que se dá a sua ação.

3.2. Empresas públicas e privadas

O problema da relação agente-principal tem um importante papel na explicação da performance de empresas públicas e privadas na medida em que a mudança da estrutura de propriedade possa alterar os incentivos dos administradores e dos proprietários. O caso do proprietário de uma empresa e os executivos, responsáveis pela administração do seu dia-a-dia, apresenta uma situação típica deste problema, havendo necessidade de compatibilizar o desejo de maximizar a função objetivo do principal, que pode ser a maximização do lucro, por exemplo, com um nível de utilidade mínima exigido pelo agente (*participation constraint*) - determinado patamar salarial, participação nos lucros, etc. Tal relação se dá num ambiente de informações assimétricas em que o agente na maior parte das vezes tem maior informação que o principal sobre o ambiente em que a empresa atua, não tendo o proprietário, muitas vezes, “*a priori*” como julgar uma decisão do dirigente. A solução é o estabelecimento de um contrato que leve em conta ambas as agendas. Esse tipo de problema está presente tanto em empresas públicas quanto em empresas privadas; as diferenças são os incentivos distintos em cada tipo de propriedade, principalmente da parte do principal e o monitoramento do agente pelo principal.

Muitos autores defendem que existem mais similaridades que diferenças no funcionamento de empresas públicas e privadas. Ambas envolvem substancial delegação de responsabilidades, em que o dia-a-dia é tocado por administradores que conhecem muito mais da empresa e por isso tomam decisões discricionárias à revelia dos acionistas minoritários ou do governo (ou da sociedade, em última instância), no caso de empresas

privadas e públicas, respectivamente. Stiglitz e Sappington (1987), por exemplo, defendem que os mesmos resultados poderiam ser obtidos independentemente da propriedade pública ou privada. A tese é que o governo poderia assinar um contrato com o comprador da firma privatizada, estabelecendo um pagamento pelo produto da firma que igualasse à avaliação social. Tal contrato faria com que a firma internalizasse todos os benefícios sociais da sua produção e que buscasse minimizar custos. Se a venda das empresas estatais é feita por um mecanismo competitivo, o governo extrairia todas as rendas deste contrato quando se acertasse o preço de venda.

Schmidt (1996) argumenta que a tese de Stiglitz e Sappington só se aplicaria caso duas hipóteses não explicitadas estivessem presentes: a primeira é que o governo tivesse a possibilidade de fazer pagamentos ilimitados à firma (privatizada ou pública) para que determinados objetivos sociais fossem atingidos, não havendo dificuldades adicionais pela mudança de propriedade; a segunda é que fosse possível escrever contratos completos que durassem por toda a existência da firma, pública ou privada; por exemplo, a avaliação social de toda produção da firma em todos os estados da natureza teria que ser especificada na ocasião da venda; caso contrário, o proprietário privado tenderia a subinvestir, temendo que o governo explorasse o fato dos custos de investimento serem irrecuperáveis para extrair quase renda. Schmidt defende que somente contratos incompletos poderiam ser assinados, sendo este motivo que faz a privatização ter impacto sobre a performance econômica das empresas. Este também é o argumento de Laffont (1996) *“Em um mundo de contratos completos (...) a propriedade não tem nem um papel. (...) Tudo que a privatização permite atender poderia ser realizado por um contrato apropriado com a empresa pública”* (Laffont, 1996, pág. 1242; tradução nossa). Segundo o autor, o que faria aparecer as diferenças seria a impossibilidade, na prática, de estabelecer contratos completos.

Analisar-se-ão nesta seção as diferenças e similaridades, apontadas pela literatura, em cada tipo de propriedade a fim de encontrar a justificativa para se esperar diferenças de performance entre empresas públicas e privadas.

3.2.1 A empresa privada

A relação entre dono de empresa e seus administradores é um exemplo clássico do problema de agência. Assume-se que o proprietário quer maximizar sua função objetivo (em geral, maximizar lucros) e os administradores desejam maximizar seus ganhos (salários, participação nos lucros, etc.) com menor nível de esforço possível. A situação exige o estabelecimento de um contrato compatibilizando as duas agendas. Este é o caso geral; há situações específicas interessantes de ser analisadas. Quando a empresa privada é administrada por seus próprios donos, o problema aparece entre estes e aqueles que executam diretamente as tarefas, os empregados. Quanto maior a empresa e maior o número de empregados tanto maior será o problema. Quando a dimensão da empresa é mais significativa, será necessária a contratação de supervisores para observar mais diretamente determinado número de funcionários e permitir aos proprietários monitorar seus supervisores.

A dificuldade persiste pelos objetivos nem sempre coincidentes dos supervisores e dos proprietários. Enquanto estes podem estar interessados apenas em maior produtividade e menor custo, aqueles podem objetivar apenas ser populares entre os demais funcionários, por exemplo.

O problema é muito mais amplo quando se trata de uma empresa administrada por executivos. Se ela tem poucos donos ou apenas um proprietário como principal, haverá problemas de agência entre este (s) e os executivos. Enquanto os donos estarão interessados principalmente na maximização de lucros, os administradores poderão visar ao prestígio social decorrente da expansão da empresa, por exemplo.

Muito citado na literatura é o caso da sociedade por ações, particularmente quando há muitos acionistas atomizados. Em geral, este tipo de acionista investe em muitas empresas, tornando-se pouco incentivado para monitorar cada empresa em particular. Ele sabe que o seu comportamento individual pouca influência terá sobre o desempenho da empresa e tende a esperar que os demais acionistas tomem atitudes na direção de controlar os dirigentes, ou seja, cada acionista individualmente não se dispõe a pagar o custo de tentar

monitorar os dirigentes; este é um problema semelhantê ao que ocorre no caso de bens públicos, conhecido na literatura como problema do *free rider*.

Nesse último caso, o problema de agência tende a se exacerbar. Enquanto cada acionista deseja maximizar dividendos e obter ganhos de capital, os administradores podem estar interessados em reter lucros a fim de realizar novos investimentos ou lançar ações no mercado. Como o monitoramento dos agentes é deficiente, tendem a prevalecer os interesses dos executivos.

Se, embora prevalecendo a pulverização das ações, houver um grupo de acionistas com um número um pouco mais significativo de ações (sem controle acionário), este pode estar interessado em organizar os demais acionistas a fim de pressionar os administradores, o que amenizaria o problema de agência. Óbvio que além das questões entre proprietários e executivos, os problemas de agência persistem entre estes e os funcionários que executam diretamente as tarefas.

3.2.2. A empresa privada regulada

Até agora trabalhou-se com empresas não submetidas a qualquer tipo de regulação. Com a introdução desta , surge um novo elemento de dupla característica: é ao mesmo tempo principal e agente. Trata-se do regulador. Este é agente do governante e principal na sua relação com a empresa regulada. Como todo e qualquer ente econômico, ele também tem sua agenda privada, ou seja, tem seus próprios interesses muitas vezes divergente dos objetivos do poder público e, obviamente, do proprietário da empresa, dos acionistas e dos executivos (Willig, 1994).

À primeira vista, o objetivo do regulador seria maximizar o bem-estar social nem sempre coincidente com o desejo de maximização dos lucros do proprietário ou de crescimento da empresa dos administradores. A sua agenda privada, entretanto, poderia ser o aumento de sua influência pública, maiores rendimentos pessoais, etc.

Problemas de agência surgirão entre o governo, representado por aqueles que de fato detêm o poder outorgado pelo povo mediante o voto, e aqueles designados para efetivamente executarem as ações governamentais, nesse caso específico, o regulador. Mesmo que o regulador não tivesse seus próprios interesses, o problema de agência seria entre os interesses de bem-estar social e os próprios interesses particulares dos que representam a empresa regulada.⁵⁸

3.2.3. A empresa pública

É comum se afirmar que a empresa pública visa ao interesse comum, daí sua vantagem frente a empresa privada, notadamente em setores estratégicos e que envolvem a segurança nacional. À parte as mais modernas teorias do bem-estar econômico, que observam que os mesmos resultados deste ponto de vista podem ser obtidos quer por empresas privadas quer por empresas públicas, desde que se assegure competição (Stiglitz, 1990), o que se quer enfatizar é que a observância do interesse público por parte das empresas públicas nem sempre prevalece.

O problema de agência que surge é do mesmo tipo daquele entre o governante e o regulador. Os administradores da empresa pública têm seus próprios interesses, além do interesse público. Administradores públicos podem querer vantagens salariais, prestígio público e, talvez, alçar vãos mais altos como detentores, eles mesmos, de mandato popular. Claro que tais objetivos levarão a ações distintas daquelas que se aplicariam caso apenas o interesse público estivesse em jogo. O problema do governante, então, é como atingir a maximização do bem-estar social com a restrição de ter o dirigente da empresa pública sua própria agenda privada.

⁵⁸ O regulador teria ainda que conciliar o interesse social e a necessidade de assegurar ao empresário uma taxa de retorno pelo menos nos patamares competitivos, “para atrair o investimento privado, o regulador deve estabelecer um mecanismo regulatório que ofereça a expectativa de pelo menos uma taxa de retorno competitiva sobre o capital irrecuperável (sunk capital) da firma seja este investimento físico ou compra de ativos previamente adquiridos pelo setor público.” * (Willig, 1994, pag. 161).

3.3. Diferenças de incentivos

Analisados os problemas entre agente e principal que surgem quer seja a propriedade privada quer seja pública, é interessante observar com mais detalhes os incentivos que atuam em cada situação.

3.3.1 Incentivos na empresa privada

Em geral, o principal incentivo do proprietário de uma empresa privada é o lucro. Este o beneficia e a sua ausência o prejudica. O argumento de Hanke é emblemático: *“Empresas privadas (ativos) são propriedades de indivíduos que são livres para usar e transferir, dentro dos limites da lei, seus ativos. Conseqüentemente, aqueles que possuem propriedade privada têm direitos residuais sobre os ativos das empresas. Quando empresas privadas produzem bens e serviços que os consumidores demandam com custos que são menores que os preços do mercado, lucros são gerados. Como um resultado, proprietários privados devem encarar o fato que seu comportamento pode aumentar ou diminuir o valor de seus direitos residuais sobre os ativos, e que aquele comportamento pode, em última instância, resultar em falência”*. (Hanke, 1991, p.976; tradução nossa).

Observa-se, assim, forte incentivo à monitoração do comportamento dos executivos e/ou dos empregados. Continua Hanke: *“Proprietários privados encontram incentivos significativos que tornam desejável monitorar o comportamento dos administradores e empregados, de forma que estes tenderão a ofertar o que os consumidores demandam e a baixo custo. Conseqüentemente, administradores e empregados privados encontrarão dificuldades em se engajar em um comportamento displicente ou inconsistente com o aumento do valor presente da empresa privada (a riqueza do proprietário)”* [Hanke, op. cit, p. 976; tradução nossa].

No caso de uma empresa em que a propriedade está dividida entre muitos acionistas há um incentivo contrário ao comportamento *free rider* descrito anteriormente. Trata-se do risco de uma queda no preço das ações decorrente de má administração, o que exporia a empresa ao perigo de um *takeover*. Tal perigo representa um incentivo à boa gestão, pois o *takeover* lhes tiraria os cargos. Vickers & Yarrow assinalam: *“A existência do medo de “takeover” atua como um mecanismo de incentivo que impede a administração de seguir políticas*

substancialmente diferentes dos interesses dos acionistas.” (Vickers & Yarrow, 1988, p.16; tradução nossa).

Há, entretanto, na literatura sobre o tema, os que argumentam que o risco de *takeover*⁵⁹ não irá impedir o comportamento não maximizador de lucros dos dirigentes de empresas privadas. Isto porque os que já são acionistas também anteciparão o potencial aumento do preço da ação quando da intervenção dos especuladores que tentarão o *takeover* e procurarão reter suas ações na esperança de também serem beneficiados. Se cada um dos acionistas agir da mesma forma, o *takeover* não acontecerá e os dirigentes poderão permanecer com seu comportamento não maximizador de lucros (Grossman e Hart, 1980).

3.3.2. Incentivos na empresa pública

O desempenho eficiente da empresa pública é claramente um bem público (bem cujo consumo por um indivíduo não exclui o consumo de outro indivíduo simultaneamente). O conjunto da sociedade será beneficiado, mas cada cidadão individualmente terá um benefício muito pequeno. Assim há um forte incentivo ao comportamento “*free rider*” e pouco estímulo a tentativas de monitorar o comportamento dos administradores e empregados públicos por parte dos cidadãos.

O custo de um monitoramento das empresas é muito alto para cada cidadão individualmente. Bös (1991) adiciona ainda a baixa probabilidade de quebra de empresas públicas e a ausência da ameaça de “*takeover*” como mostras do baixo incentivo à eficiência presentes nas estruturas de propriedade públicas. Os governantes, entretanto, podem ter incentivos mais forte para monitorar as empresas públicas de acordo com o interesse público. O primeiro deles é que uma performance eficiente das empresas pode ser utilizado como instrumento de *marketing* político do governo. Outro incentivo é que um desempenho financeiro satisfatório pode contribuir para um maior equilíbrio das contas públicas.

No caso de utilização da boa performance como parte do marketing político nas eleições, Vickers & Yarrow argumentam: *As eleições serão referentes a um amplo conjunto de questões e não simplesmente à performance de qualquer empresa pública em particular. Nessas*

circunstâncias, o eleitor médio tem pouco incentivo a adquirir informação (que tem custo) sobre o desempenho de representantes eleitos em monitorar empresas estatais.” (Vickers & Yarrow, op. cit, p.31; tradução nossa).

O argumento não deixa de ser verdadeiro, mas o fato é que o próprio governo pode se encarregar de divulgar as informações referentes à performance das empresas públicas, diminuindo o custo de aquisição dessas informações para a sociedade.

O trabalho na direção de desafogar a pressão sobre as contas públicas advindo de um desempenho financeiro satisfatório das estatais pode, de fato, representar um incentivo significativo para os governantes na medida em que é possível cobrar menos impostos da sociedade e utilizar a sua diminuição como elemento de propaganda política.

Assim, há dois movimentos: da sociedade em geral que demonstra pouco interesse direto no desempenho das estatais e dos governantes eleitos que podem ter incentivo a um maior monitoramento das empresas para utilizar o seu desempenho como instrumento político.

O governo pode ter outros objetivos julgados mais importantes do ponto de vista eleitoral que a eficiência econômica de suas empresas. Pode-se utilizar as estatais como instrumento de combate à inflação, de captação de recursos externos, de diminuição de desequilíbrios regionais, etc. (Werneck, 1987). Óbvio que tais políticas prejudicarão o desempenho econômico-financeiro

das empresas. Assim, a empresa estatal fica na dependência do modo como é vista pelo governo, ou seja, se a busca de eficiência é priorizada ou outros objetivos quaisquer o são.

3.3.3. Incentivos na empresa privada regulada

O cumprimento da agenda privada do regulador será atrapalhado pelo mesmo tipo de incentivo que faz o governante monitorar o administrador da empresa pública, ou seja, o bom desempenho da empresa regulada pode servir de marketing político.

Novamente, a grande dificuldade do governante é a barreira informacional entre ele e o regulador. Este, por conhecer de perto o setor que está regulando possui informações que

⁵⁹ Não há uma tradução exata para o português; a que mais se aproxima é aquisição de controle.

aquele não dispõe. Assim, o monitoramento do dirigente enfrentará essa dificuldade. O problema da regulação é tão sério que apesar da crescente sofisticação de seus mecanismos, em muitos países tem-se avançado em direção à regulação receitada a partir da Teoria dos Mercados Contestáveis (TMC)⁶⁰, que, de uma maneira geral, recomenda a menor intervenção direta possível.

Segundo esta utilização da TMC, o que deve ser feito pelo governo é um trabalho na direção de diminuir os chamados custos irrecuperáveis (*sunk costs*) porque estes se constituem na principal barreira à entrada e saída de um mercado. Custos irrecuperáveis são definidos como aqueles investimentos feitos visando a entrada em determinado mercado não passíveis de revenda ao se sair do mesmo. Por exemplo, ao entrar em determinada rota de aviação civil, não é necessário que cada companhia construa o seu próprio aeroporto; caso fosse, seria muito difícil revendê-lo ao sair do mercado, o que representaria um custo irrecuperável. Já os aviões, caso a rota não tenha viabilidade econômica, pode-se revendê-los ou pode-se mudar de rota. O fato é que aquele custo não é irrecuperável. O principal papel da regulação, então, é fazer com que os custos irrecuperáveis não pertençam a cada firma individualmente, mas sejam de responsabilidade coletiva, assumindo-os o governo ou um sistema de consórcio, por exemplo (Bailey, 1981).

A TMC é utilizada como uma tentativa de superar a regulação clássica que preconiza controles de preços e/ou de taxas de retorno ou de quantidades produzidas. Quando tais parâmetros são estabelecidos, além de erros no estabelecimento das restrições causadas por compreensão incompleta da economia ou assimetria de informações, há ainda restrições estabelecidas de acordo com a agenda privada do regulador nem sempre coincidente com o interesse público. A nova regulação vai no sentido de fortalecer a competição, real e potencial.

Percebe-se claramente que a aplicação do receituário da teoria dos mercados contestáveis leva a uma diminuição da importância do regulador e, em consequência, enfraquece a obtenção de sua agenda privada. Em alguns setores como saúde, segurança e

⁶⁰Para uma abordagem completa sobre a Teoria dos Mercados Contestáveis, ver Baumol, Panzar & Willing

que envolvem questões ambientais, a regulação mais direta ainda prevalece porque a justificativa teórica para a regulação clássica é forte e não há evidências suficientes de que a competição maior (TMC) seja mais eficiente (Breyer & Macavoy, 1991).

Embora não haja dúvidas quanto ao crescimento da presença do receituário da TMC na regulação atual, o que se verifica, na prática, é a convivência da regulação tradicional com a busca de maior competitividade possível (real e potencial) nos mercados regulados. Na Grã-Bretanha, por exemplo, um regulador fixa os preços do monopolista por alguns anos. Um preço para o primeiro ano é decidido e pode subir nos anos seguintes, mas a uma taxa inferior X pontos percentuais ao crescimento do índice de preço no varejo (RPI - *retail price index*). Ao não fixar a taxa de lucro, mas os preços, estabelece-se um incentivo à busca de custos menores e, em conseqüência, maiores lucros, pelo menos até a próxima fixação de preços.

Nos Estados Unidos, em geral, a regulação é pela taxa de retorno. O problema desse tipo de regulação é que ele apresenta um desincentivo ao corte de custos, pois um custo menor terá que imediatamente implicar em um preço menor já que a taxa de retorno está fixada. Tanto na Grã-Bretanha quanto nos Estados Unidos a busca da competição, mesmo potencial, é o principal objetivo. Na impossibilidade de alcançá-la, a regulação direta se apresenta como segundo melhor⁶¹.

3.4. Comparações de performance entre empresas privadas e públicas: evidência empírica

A análise que se desenvolveu neste trabalho procurou dar ênfase ao tipo de propriedade e aos incentivos que se estabelecem em cada uma. De uma forma geral, observou-se que há problemas de agência tanto na empresa privada quanto na pública, mas que teoricamente o monitoramento no setor privado tem mais chances de ser mais efetivo porque há o interesse direto nos lucros por parte do proprietário ao passo que no setor público a boa performance econômica constitui-se num bem público, o que induz ao comportamento

(1982). Sobre a TMC e a regulação ver Train (1991).

⁶¹Sobre a regulação na Grã-Bretanha e nos Estados Unidos, ver *The Economist*, 11-17 de Março, 1995.

free rider de cada cidadão individualmente, embora, em alguns casos, o governo possa estar diretamente interessado na boa performance da estatal.

A questão é observar se a experiência confirma desempenho mais eficiente da empresa privada. Um modo de analisar é verificar a performance de determinada empresa antes e depois da privatização ao longo de vários anos. Outra maneira é comparar empresas públicas e privadas do mesmo setor. Frequentemente se alega que é difícil comparar a performance econômica da empresa estatal e da empresa privada, visto que enquanto esta última normalmente visa à maximização de lucro, aquela tem uma multiplicidade de objetivos, em que o atendimento do interesse público tem lugar destacado.

A questão é que a falta de definição precisa quanto aos objetivos possibilita uma discricionariedade muito grande por parte dos administradores das empresas públicas, visto que é difícil avaliar se a performance foi positiva ou negativa face a ausência de parâmetros claros de avaliação. Assim, uma empresa que apresente prejuízos pode ter os mesmos justificados porque o interesse social foi atingido. O problema é avaliar o que é o interesse social. Subsidiar determinados setores que têm o produto da estatal como insumo básico? Manter preços e tarifas defasados como instrumentos de combate à inflação?⁶² Investir em regiões mais pobres e de menor retorno econômico a fim de diminuir as desigualdades regionais?

Alguns autores chamam a atenção que a privatização poderia criar um *trade-off* entre performance econômico-financeira da empresa e objetivos sociais, na medida em que a busca de maximização do lucro implicasse num aumento de preços, de exploração dos trabalhadores e de degradação do meio ambiente (Galal e alli, 1994). Isso, entretanto, **seria verdadeiro apenas num ambiente pouco competitivo**. Por esse motivo, nesses casos tem-se recomendado a regulação a fim de evitar abusos. Em setores competitivos, as medidas de lucratividade poderiam ser utilizadas também como de eficiência alocativa porque, como argumentam Boardman & Vining, “*desvios normativamente apropriados da maximização de lucro*

⁶²Sobre o uso de empresas estatais como instrumento de política macroeconômica no Brasil, ver Werneck (1987).

(isto é, desvios que aumentam o bem-estar social agregado) serão mínimos” (Boardman & Vining, 1989, pág 9; tradução nossa).

Stiglitz argumenta que a busca de objetivos exclusivamente privados em detrimento de objetivos sociais poderia ocorrer com a privatização, e esta possibilidade levaria a um comportamento muito cômodo por parte dos administradores das empresas estatais: *“Os administradores públicos podem sempre argumentar que a razão pela qual perdem dinheiro não é que eles sejam ineficientes ou incompetentes, mas que estão perseguindo outros objetivos e é praticamente impossível para alguém de fora da empresa julgar a validade de tais argumentos”* (Stiglitz, 1990, pag. 32, tradução nossa).

Se existem objetivos sociais que implicam maiores custos e conseqüentemente menor lucratividade por parte das estatais, a comparação de performance entre empresas estatais e privadas, segundo critérios plenamente válidos apenas para empresas que visem principalmente maximizar lucros, o caso de empresas privadas, fica seriamente prejudicado, sendo o resultado esperado óbvio. O que se argumenta é que tais objetivos sociais deveriam ser explicitados para que a sociedade pudesse avaliar com clareza a sua relevância ou não e para não permitir justificativas para a baixa performance como as colocadas por Stiglitz acima. Uma alternativa seria uma política de maximização de lucro por parte da empresa estatal ficando os objetivos sociais subsidiados explicitamente via orçamento. Assim, em caso de mal desempenho, ficaria explícito o motivo.

Mesmo com as dificuldades de comparação, alguns estudos foram feitos. Boardman e Vining (op. cit) resumizam uma série de pesquisas empíricas realizadas para firmas da América do Norte tratando do tema. De um conjunto de 54 estudos analisados, 6 concluíram que empresas estatais são mais eficientes, 16 que não há diferença ou que os resultados são ambíguos e 32 verificaram que empresas privadas são mais eficientes. Tais pesquisas analisaram empresas públicas e privadas no mesmo período de tempo e na maior parte dos casos em setores de baixa competição (Quadro 3.6). Segundo esses autores, a ausência de evidência inequívoca de que as empresas privadas seriam mais eficientes deve-se principalmente à baixa competição no mercado em que atuam as empresas analisadas, tendo

as mesmas um monopólio natural ou um duopólio regulado, ou seu produto não é ou não pode ter preços estabelecidos por forças competitivas (produtos de saúde, por exemplo).

Boardman e Vining (op. cit) fizeram eles próprios uma pesquisa a partir da lista das 500 maiores empresas não americanas do mundo publicada revista *Fortune* em 1983, que atuam em um ambiente competitivo. Segundo os autores, *“Estas companhias são altamente apropriadas porque são firmas industriais, competem no mercado internacional, têm como principal objetivo a maximização do lucro e incluem um razoável número de empresas estatais e mistas.”* (Boardman & Vining, op. cit., pág. 11; tradução nossa). Comparam-se empresas mistas (patrimônio parte estatal, parte privado), estatais e empresas privadas, segundo 4 critérios de lucratividade (retorno sobre o patrimônio, retorno sobre os ativos, retorno sobre as vendas e renda líquida) e 2 critérios de eficiência interna (vendas por empregado e vendas por ativo). As conclusões foram que as empresas privadas são mais lucrativas e mais eficientes que as empresas mistas e estatais. As empresas mistas têm uma lucratividade igual ou pior que as empresas estatais e apresentam eficiência igual ou superior às estatais. Entretanto, há algumas diferenças de acordo com o indicador de lucratividade e de eficiência. As empresas privadas tiveram maior média e menor desvio padrão em todos os indicadores de lucratividade. As empresas estatais apresentaram médias mais altas e menor desvio padrão em relação às empresas mistas em três indicadores de lucratividade (retorno sobre o patrimônio, retorno sobre as vendas e retorno sobre os ativos) e média mais baixa, mas desvio padrão mais baixo no indicador renda líquida. Nos indicadores de eficiência, as empresas estatais tiveram média mais alta e menor desvio padrão no critério vendas por empregado e média mais baixa, mas menor desvio padrão no critério vendas por ativo em relação às empresas privadas. As empresas mistas tiveram as piores médias, mas o menor desvio padrão no item vendas por empregado e médias mais altas, mas desvio padrão mais alto no critério vendas por ativo em relação às empresas estatais (Quadro 3.1).

Quadro 3.1
Comparação de performance de empresas públicas, privadas e mistas
estudo de Boardman & Vining

| Critério | Privada | Mista | Pública |
|----------------------------|----------------|-----------------|----------------|
| Lucratividade | | | |
| Retorno sobre o patrimônio | 4,34 (19,54) | -14,095 (40,56) | -10,19 (36,74) |
| Retorno sobre os ativos | 1,784 (5,062) | -2,665 (6,761) | -1,184 (6,31) |
| Retorno sobre as vendas | 1,484 (4,51) | -2,52 (6,55) | -1,73 (7,76) |
| Renda líquida | 56,55 (221,8) | -16,8 (359,0) | -27,67 (275,8) |
| Eficiência interna | | | |
| Vendas por empregado | 201,16 (323,3) | 137,74 (113,1) | 204,65 (237,2) |
| Vendas por ativo | 1,47 (0,81) | 1,17 (0,79) | 1,16 (0,66) |

Fonte: Boardman & Vining (1989). Valores para as médias de cada variável. Desvio padrão entre parênteses.

Spraos (1990) apresenta as conclusões de uma pesquisa publicada em 1990 por Vickers e Yarrow referente ao período 1979-89 em empresas britânicas. A pesquisa comparou monopólios naturais e setores competitivos antes e depois da privatização. O objetivo era saber se as empresas melhoraram ou pioraram o desempenho com a privatização. No primeiro grupo foram analisadas a British Gas, a British Rail, o Post Office e a British Telecom e elegeu-se a produtividade do trabalho como o critério de desempenho. No segundo grupo, a Cable and Wireless, a Associated British Ports, a Britoil, a Jaguar e a British Aerospace e escolheu-se o critério de lucratividade como medida de desempenho (Quadros 3.2 e 3.3). A escolha de uma única variável como medida de desempenho é passível de fortes críticas; mais adequado seria uma análise com diversas variáveis.

A British Gas apresentou rápido crescimento de produtividade no período de preparação para a privatização e crescimento lento após a efetivação da mesma. A British Rail e o Post Office que permaneceram sob controle estatal apresentaram um crescimento da produtividade semelhante ao da British Gas. A British Telecom, privatizada em 1984, apresentava até 1989 pouca evidência de aumento da produtividade no período (Quadro 3.3). Quanto aos setores competitivos, a Cable and Wireless e Associated British Ports tiveram performances bem superiores após a privatização; a Britoil e a Jaguar pioraram a performance (embora se atribua a fatores exógenos) e a British Aerospace não alterou a performance.

Outro estudo, comentado pela revista *The Economist* de 11 de março de 1995, trata do crescimento da produtividade total de setores monopolizados no período de 1989-1994. A British Telecom teve um ótimo desempenho com crescimento da produtividade a taxas superiores a 7,2% ao ano. A British Gas continuou com baixo crescimento da produtividade, não superior a 0,4% ao ano. O Post Office e a British Rail permaneceram estatais e tiveram crescimento da produtividade de 3% e 0,9% ao ano respectivamente (Quadro 3.2).

Quadro 3.2

Produtividade de empresas estatais e privatizadas (antes e depois da privatização) na Grã-Bretanha

| Monopólios | Produtividade | | | |
|------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | BG (privatizada em 1985) | BT (privatizada em 1984) | BR (permaneceu estatal) | PO (permaneceu estatal) |
| 1979-83 | estagnada | estagnada | estagnada | estagnado |
| 1983-87 | crescimento rápido | estagnada | crescimento rápido | crescimento rápido |
| 1987-89 | crescimento lento | estagnada | crescimento lento | crescimento lento |
| 1989-94 | crescimento lento | crescimento rápido | crescimento lento | crescimento rápido |

Fonte: *The Economist* (11-17 março de 1995); SPRAOS (1992)

Obs1.: Até 1989, dados de SPRAOS, de 1989 até 1994, dados *The Economist*.

Obs2: Os dados de SPRAOS são para a produtividade do trabalho e da *The Economist*, para a produtividade total dos fatores.

Obs3.: BG = British Gas; BT = British Telecom; BR = British Rail; PO = Post Office.

Q u a d r o 3.3

**D e s e m p e n h o f i n a n c e i r o d e e m p r e s a s c o m p e t i t i v a s
a n t e s e d e p o i s d a p r i v a t i z a ç ã o - G r ã - B r e t a n h a**

| Empresas Competitivas | Desempenho financeiro depois da privatização |
|--------------------------|---|
| Cable and Wireless | Melhorou |
| Associated British Ports | Melhorou |
| Britoil | Piorou |
| Jaguar | Piorou |
| British Aerospace | Igual |

Fonte: Spraos (1992)

Uma pesquisa de muito fôlego foi publicada por Megginson et alli (1994). Os autores compararam a performance de 61 companhias em 18 países e 32 indústrias, privatizadas entre 1961 e 1990. O resultado mostrou forte evidência em favor da privatização: houve aumento de lucratividade, as vendas cresceram, aumentaram os investimentos, a eficiência operacional e o número de empregados. Além disso, diminuiu o nível de endividamento e

aumentaram os pagamentos de dividendos. Para o conjunto das empresas observa-se a melhoria desses indicadores, mas quando os autores fizeram um corte dividindo em duas subamostras - empresas competitivas e firmas em indústrias não competitivas - as primeiras apresentaram um resultado bem superior às últimas. Além disso, a maior parte dos indicadores para as últimas foi não significativo estatisticamente, excetuando-se vendas e distribuição de dividendos sobre vendas.

Foram os seguintes os desempenhos das empresas competitivas após a privatização:⁶³ retorno sobre as vendas (+37%), vendas por empregado (+15%), aquisições de bens de capital sobre as vendas (+90%), vendas reais (+28%), emprego total (+2%), dívida por ativo (-4%), dividendos sobre as vendas (+59%).

Para as empresas em indústrias não competitivas: retorno sobre as vendas (+15%), vendas por empregado (+1%), aquisições de bens de capital sobre as vendas (+1%), vendas reais (+32%), emprego total (-9%), dívida por ativo (-6%), dividendos sobre as vendas (+660%). Um problema é que com exceção de vendas reais, todos os demais indicadores foram não significativos estatisticamente no caso de indústrias não competitivas (Quadro 3.4).

⁶³Mediana dos indicadores. O autor apresenta a média e a mediana, mas esta é considerando uma medida de tendência central melhor. Em geral, a média é mais utilizada porque a mediana só é de fácil cálculo quando a amostra é pequena.

Quadro 3.4

Comparações de performance antes e depois da privatização

Estudo de Megginson et al. (Indústrias competitivas e Indústrias não competitivas)

| Critério | Média antes (mediana) | | Média depois (mediana) | | Estatística Z p/ diferença nas medianas |
|-------------------------------|-----------------------|----------|------------------------|----------|--|
| Lucratividade | | | | | |
| Retorno s/ vendas | | | | | |
| Competitivo | 0,0512 | (0,043) | 0,0809 | (0,058) | 3,07a |
| Não competitivo | 0,0663 | (0,062) | 0,0771 | (0,07) | 0,88 |
| Eficiência | | | | | |
| Vendas/Empregado | | | | | |
| Competitivo | 0,9325 | (0,94) | 1,069 | (1,076) | 3,88a |
| Não competitivo | 1,014 | (1,034) | 1,046 | (1,048) | 0,61 |
| Investimento s/ vendas | | | | | |
| Competitivo | 0,1145 | (0,064) | 0,175 | (0,123) | 2,28b |
| Não competitivo | 0,1290 | (0,1206) | 0,137 | (0,1217) | 0,254 |
| Nº empregados | | | | | |
| Competitivo | 41.310 | (23.310) | 43.650 | (23.800) | 0,381 |
| Não competitivo | 39.940 | (59.980) | 42.300 | (55.130) | 1,048 |
| Vendas reais | | | | | |
| Competitivo | 0,8853 | (0,8702) | 1,13 | (1,147) | 4,12a |
| Não competitivo | 0,9273 | (0,9167) | 1,161 | (1,053) | 2,308b |
| Dívida por ativo | | | | | |
| Competitivo | 0,6081 | (0,6231) | 0,5734 | (0,5988) | -2,33b |
| Não competitivo | 0,7768 | (0,955) | 0,7746 | (0,9034) | -1,325 |
| Dividendo/vendas | | | | | |
| Competitivo | 0,0128 | (0,0049) | 0,0260 | (0,0176) | 3,764a |
| Não competitivo | 0,013 | (0,0057) | 0,0435 | (0,0434) | 2,606d |

a Indica significância ao nível de 1%

b Indica significância ao nível de 5%.

d Indica que o número de observações é insuficiente para o teste formal de significância.

Fonte: Megginson, Nash & Randenborgh (1994).

Pinheiro (1996) apresenta um estudo utilizando a mesma metodologia de Megginson et al para as privatizações realizadas no Brasil. A análise abrange o conjunto de todas as privatizações e faz um corte dividindo os casos entre os processos ocorridos antes de 1990 e depois. As variáveis eleitas para a análise foram receita líquida, lucro líquido, patrimônio líquido, investimento, imobilizado, número de empregados, endividamento e liquidez corrente e mais seis variáveis derivadas diretamente delas referentes a eficiência interna (vendas/empregado e lucro/empregado), lucratividade (lucro/vendas e lucro/patrimônio líquido) e propensão a investir (investimento/vendas e investimento/imobilizado). No geral, as privatizações levaram a uma melhoria considerável desses indicadores; mas algumas particularidades interessantes apareceram.

Nas privatizações realizadas na década de 80, revelaram-se estatisticamente não significativas alterações no lucro por empregado, no lucro sobre as vendas, no endividamento, na liquidez corrente e no investimento sobre o imobilizado. Os indicadores que apresentaram melhoria econômica mais considerável, estatisticamente significativos, foram o aumento do patrimônio líquido (+135%), do lucro sobre o patrimônio (+2400%), do patrimônio líquido (+135%), do investimento (+282%) e do investimento sobre as vendas (+266%).

Nas privatizações ocorridas na década de 90, todos os indicadores foram significativos estatisticamente, destacando-se, do ponto de vista econômico, os seguintes fatos: diminuiu o número de empregados (-40,2%), aumentaram a produção por empregado (+70%), o patrimônio líquido (+208%), o investimento (+432%), o investimento sobre as vendas (+301%) e o investimento sobre o imobilizado (+138%).⁶⁴ O resultado para o conjunto das empresas privatizadas (décadas de 80 e 90) revelou-se estatisticamente significativo para todas as variáveis, exceto liquidez corrente. Com exceção do lucro líquido, todos os demais indicadores econômicos melhoraram sensivelmente com destaque para o crescimento dos investimentos, do investimento sobre as vendas e do investimento sobre o imobilizado (Quadro 3.5).

Quadro 3.5
Comparações de performance antes e depois da privatização
estudo de Pinheiro para todas as empresas privatizadas no Brasil

| Critério | Média antes (mediana) | Média depois (mediana) | Estatística Z p/mediana das diferenças |
|-----------------------|-----------------------|------------------------|---|
| Lucratividade | | | |
| Lucro/Empregado | 0,83 (-0,09) | 1,15 (0,44) | 2,23b |
| Lucro líquido | 2,51(-0,10) | 0,68 (0,42) | 2,42a |
| Eficiência | | | |
| Vendas/empregado | 0,99 (0,81) | 1,59 (1,48) | 4,97a |
| · N° de empregados | 1,63 (1,30) | 0,83 (0,90) | -4,66a |
| · Patrimônio líquido | 0,70 (0,60) | 1,74 (1,78) | 4,34a |
| · Investimento | 0,66 (0,55) | 5,32 (2,10) | 4,02a |
| · Investimento/vendas | 0,75 (0,59) | 11,43 (2,16) | 3,64a |

Fonte: Pinheiro (1996)

a Indica significância ao nível de 1% para o teste unilateral

b Indica significância ao nível de 5% para o teste unilateral

⁶⁴Mediana dos indicadores.

Kifordu (1996) analisou as empresas privatizadas na década de 90 no setor siderúrgico detendo-se caso a caso sem tratamento estatístico. Para efeito de comparação calculou a média dos 5 anos antes da privatização e a média dos 4 anos após a privatização, incluindo o ano da privatização. De uma forma geral, concluiu que as empresas analisadas melhoraram a performance econômica, mas observaram-se alguns fatos interessantes.

No caso da Usiminas, a produção total aumentou 15%, o número de empregados caiu 18%, a produtividade do trabalho aumentou 35%, a remuneração dos funcionários e administradores subiu 45%, o volume de investimentos caiu 70 % (os investimentos em 1986 foram mais de 2 vezes a média do período). Após a privatização, os investimentos tiveram uma variação positiva de 104% enquanto que no período anterior a variação foi negativa 35,5%; o lucro líquido passou de uma média de US\$ 5,4 milhões para US\$ 211,4 milhões. Já a partir de 1988 (3 anos antes da privatização) o lucro dava sinais de recuperação, visto que foi negativo em 1986 (US\$ -20,8 milhões) e 1987 (US\$ -254,9 milhões). Um mérito desse trabalho é analisar outras variáveis não diretamente relacionadas com a performance econômica como custo unitário, preço médio, horas de treinamento e investimento em meio ambiente. O custo unitário subiu 8%, o preço médio para o mercado externo caiu 39%, refletindo uma queda nos preços internacionais já que a Usiminas é tomadora de preços nesse mercado. Ao mesmo tempo, o preço para o mercado interno subiu 16,5%. Isso sugere que a Usiminas tentou compensar parte da elevação dos custos e da queda dos preços externos aumentando os preços no mercado interno numa proporção superior ao aumento dos custos, o que revela que os consumidores internos foram prejudicados. O número de horas de treinamento de pessoal caiu 34 %, mas como o número de empregados caiu, a redução de horas de treinamento por empregado foi de 20%. O investimento em meio ambiente subiu 179% após a privatização.

A Companhia Siderúrgica de Tubarão (CST) aumentou a produção 24%, diminuiu o número de empregados 66%, aumentou a produtividade por trabalhador em 57%, reduziu o investimento em 60%. Os custos operacionais de produzir 1 tonelada caíram 14% e os preços

da tonelada caíram 3%. Chama atenção o fato de a participação do mercado externo como comprador ter aumentado de 89% do total das vendas para 96%.

Uma deficiência do trabalho de Kifordu (1996) é a ausência de dados para todas as empresas. Faz-se a análise mais completa para a Usiminas, mas não se dispõem dos mesmos dados para as demais. Assim, a CST, a Açominas, a Cosipa e a CSN ressentem-se da ausência de vários números. Mesmo com tais deficiências, o autor conclui que a privatização melhorou a performance econômica das empresas.

O Quadro 3.6 mostra diversos estudos comparativos de desempenho entre empresas públicas e privadas, inclusive os comentados neste trabalho. Há características distintas entre cada pesquisa; algumas comparam empresas atuando em setores de baixa competitividade (caso dos listados por Boardman & Vining) e outros se referem a setores competitivos como os listados por Yarrow (1986) e os abordados neste trabalho. O que se observa é que a maior parte apresenta evidência favorável à empresa privada, notadamente quando atua em ambiente competitivo, mas um número não desprezível chega a resultados indiferentes ou pró empresa pública, principalmente quando atua em setores de baixa competitividade. Isso sugere que, a despeito do tipo de propriedade ter um papel importante, não é a única variável com impacto sobre a performance, tendo também influência o grau de competição.⁶⁵

⁶⁵ A influência da competição no desempenho de empresas foi bastante discutido teórica e empiricamente, ver, por exemplo, Nickell et al. (1997).

Quadro 3.6
Comparações de performance entre empresas públicas e privadas
Vários estudos

| Estudo | Pública mais eficiente | Privada mais eficiente | Indiferente ou ambíguo |
|--|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Listados por Boardman & Vining (1989) | | | |
| Shepherd (1966) | | | X |
| Mann (1970) | | | X |
| Moore (1970) | | | X |
| Davies (1971) | | | X |
| Mann & Mikesell (1971) | X | | |
| Peltzman (1971) | | | X |
| Clarkson (1972) | | | X |
| Tilton (1973) | | | X |
| Ahlbrecht (1973) | | | X |
| De Alessi (1974) | | | X |
| Pier et al. (1974) | X | | |
| Yunker (1975) | | | X |
| Meyer (1975) | X | | |
| Pashigian (1976) | | | X |
| Crain & Zardkoohi (1978, 1980) | | | X |
| Rushing (1974) | | | X |
| Kemper & Quigley (1976) | | | X |
| Hausman (1976) | | | X |
| Frech (1976) | | | X |
| Savas (1977) | | | X |
| Davies (1977) | | | X |
| Pommerehne & Frey (1977) | | | X |
| Morgan (1977) | | | X |
| De Alessi (1977) | | | X |
| Collins & Downes (1977) | | | X |
| Stevens (1978) | | | X |
| Edwards & Stevens (1978) | | | X |
| Frech (1980) | | | X |
| Bishop (1980) | | | X |
| Finsinger (1982) | | | X |
| Wilson & Jadow (1982) | | | X |
| Feigenbaum & Teeple (1983) | | | X |
| Schlesinger & Dorwart (1984) | | | X |
| Spann (1977) | | | X |
| Bays (1979) | | | X |
| Davies (1981) | | | X |
| Bruggink (1982) | X | | |
| McGuire & Van Cott (1984) | | | X |
| Becker & Sloan (1985) | | | X |
| Listados por Yarrow (1986) | | | |
| Spann (1974) | | | X |
| Pryke (1982) | | | X |
| Rowley-et-al. (1981) | | | X |
| Mann-et-al. (1981) | X | | |
| Savas (1974) | | | X |
| Outros estudos | | | |
| Boardman & Vining (1989) | | | X |
| Vickers & Yarrow (1990) | | | X |
| Meggison et al. (1994) | | | X |
| Galal et al. (1994) | | | X |
| Kifordu (1996) | | | X |
| Pinheiro (1996) | | | X |
| Kole & Mulherim (1997) | | | X |

Fonte: Yarrow (1986); Boardman & Vining (1989), Spraos (1990), Meggison et al. (1994), Galal et al. (1994), Kifordu (1996), Pinheiro (1996), Kole & Mulherim (1997).

3.5. Empresas brasileiras privatizadas na década de 90 que passaram a figurar na lista das 500 maiores empresas privadas

O presente trabalho procurou analisar uma amostra com características específicas. Basicamente, observaram-se 10 empresas privatizadas na década de 90 e que passaram a figurar na lista das 500 maiores empresas privadas do país após a privatização. Enquadraram-se nesse caso, a CSN, a Usiminas, a CST, a Cosipa, a Acesita, a Açominas, a Copesul, a PQU, a Petroflex e a Fosfertil.

Utilizou-se a média dos indicadores de 3 até 5 anos antes da privatização e de 2 até 4 anos após a privatização para efeitos de comparação. Os indicadores escolhidos foram os tradicionais de avaliação de performance de empresas, a saber: vendas, patrimônio líquido, endividamento, ativos, empregados, lucro líquido, retorno sobre as vendas (ROS), retorno sobre o patrimônio (ROE), retorno sobre os ativos (ROA), vendas por empregado e ativos por empregado.

Por último, verificaram-se os mesmos indicadores (pelo menos os que se dispunham de dados) para o conjunto das 500 maiores empresas privadas com o intuito avaliar se as alterações de performance foram exclusivas das empresas privatizadas ou foi um movimento generalizado na economia.

Para as empresas privatizadas, os indicadores de performance, observados agregadamente, melhoraram sensivelmente. A volta dos lucros permitiu que os retornos sobre as vendas, sobre o patrimônio líquido e sobre os ativos tornassem-se positivos; a diminuição do número de empregados (-28%) possibilitou que a eficiência interna, medida pelas relação de vendas por empregado, ativos por empregado e vendas por ativo também melhorassem; +145%, +66%, +26%, respectivamente (Quadro 3.7).

Quando se analisa cada empresa individualmente, nota-se que a maior parte também teve os indicadores melhorados, mas algumas particularidades importantes aparecem: A Usiminas e a Copesul diminuíram o retorno sobre as vendas, sendo que na primeira, o retorno sobre o patrimônio líquido também diminuiu, permanecendo inalterado na segunda; as

vendas por ativo foram reduzidas na Fosfertil e permaneceram inalteradas na Usiminas (Quadro 3.7).

As 500 maiores empresas privadas foram analisadas da seguinte forma: compararam-se os indicadores do período 1989-1992 com o período 1993-95, utilizando-se a média de cada um. Os períodos escolhidos foram arbitrários, mas se justificam por ser este o período em que ocorreu a maior parte das privatizações.

As vendas (+17,5%), os lucros (+109%), os ativos (+39,2%), o retorno sobre as vendas (+332%) e o retorno sobre o patrimônio (+120%) aumentaram consideravelmente. O endividamento geral e as vendas por ativo permaneceram praticamente constantes (Quadro 3.8).

A melhora dos indicadores de performance também ocorreu entre as 500 maiores empresas privadas do país no período analisado, mas numa forma menos intensa que na amostra aqui selecionada. Isto pode ser notado quando se observa a relação entre a média dos indicadores das empresas aqui selecionadas com a média dos mesmos indicadores das 500 maiores empresas privadas antes e depois da privatização: nota-se uma mudança considerável a favor das empresas após a privatização. O retorno sobre as vendas (ROS) passou a ser duas vezes superior ao da média das 500 maiores empresas. Os retornos sobre o patrimônio, sobre o ativo e a relação vendas por empregado, apesar de permanecerem abaixo da média das 500 maiores também melhoram significativamente em relação à situação antes da privatização (Quadro 3.9).

É provável que a melhoria gerencial tenha tido um papel significativo para um melhor desempenho das empresas privatizadas. Isto pode ser observado, por exemplo, pela diminuição do número de empregados, provavelmente excessivo. Tal diminuição, entre outros indicadores, sugere que incentivos a uma melhor atuação dos administradores atuaram após a privatização, conforme abordado na seção teórica. Entretanto, é preciso notar que a liberalização de preços e a reestruturação das empresas previamente à privatização também foram importantes para a melhoria de desempenho. Nas empresas do setor siderúrgico, por exemplo, enquanto o faturamento aumentou 55,3% entre 1992 e 1994, a produção expandiu-

se em 5,7% (BNDES, 1995), indicando que o aumento de preços foi significativo no período imediatamente posterior à privatização.

A conclusão do estudo realizado com as 10 empresas aqui analisadas vai na mesma direção daqueles anteriormente resenhados, ou seja, sugere-se que a mudança da estrutura de propriedade de fato tem um papel importante para melhorar a performance econômica das empresas, ainda que alguns deles (em número não desprezível) tenham sido favoráveis à empresa estatal ou indiferente. Uma característica importante se extrai da evidência empírica: quando a empresa atua em uma estrutura de mercado pouco competitiva, a conclusão de que a empresa privada é mais eficiente é mais difícil de se alcançar. É o caso das evidências empíricas listadas por Boardman e Vining (1989) e também concluído por Vickers & Yarrow (1993). Nesse caso, o resultado é ambíguo com ligeira vantagem para a empresa privada.

Quando se trata de empresas atuando em estruturas de mercado competitivas, a evidência favorável à empresa privada é mais nítida. Os estudos listados por Yarrow (1986), o de Boardman & Vining (1989), Meggisson et al (1994), Pinheiro (1996) e o deste artigo vão nessa direção.

Quadro 3.7

Efeitos da privatização sobre a performance econômica de empresas brasileiras privatizadas na década de 90

| Indicador/empresa | | CSN | Usiminas | CST | Cosipa | Acesita | Açominas | Copesul |
|---|----------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| vendas (em R\$ milhões de 12/95) | antes | 1386,5 | 1183,54 | 416,4 | 969,93 | 471,57 | 436,34 | 486,67 |
| | depois | 2504,94 | 1853,23 | 787,04 | 1565,45 | 767,67 | 690,76 | 681,58 |
| | variação | 81% | 57% | 89% | 61% | 63% | 58% | 40% |
| PL (em R\$ milhões de 12/95) | antes | 3276,31 | 982,21 | 3180,21 | 1569,02 | 377,06 | 2762,21 | 1146,87 |
| | depois | 5231,28 | 2058,15 | 2462,7 | 2054,12 | 812,91 | 3874,18 | 912,07 |
| | variação | 60% | 110% | -23% | 31% | 116% | 40% | -20% |
| endividamento | antes | 47,95 | 52,67 | 26,87 | 62,54 | 53,72 | 23,42 | 23 |
| | depois | 20,93 | 38,68 | 18,72 | 47,35 | 35,1 | 17,9 | 17,63 |
| | variação | -56% | -27% | -30% | -24% | -35% | -24% | -23% |
| ativos (em R\$ milhões de 12/95) | antes | 6287,53 | 2094,75 | 4339,84 | 4083,02 | 838,6 | 3568,18 | 1492,37 |
| | depois | 6601,11 | 3338,29 | 3114,43 | 3901,55 | 1260,75 | 4715,74 | 1115,62 |
| | variação | 5% | 59% | -28% | -4% | 50% | 32% | -25% |
| empregados | antes | 19964 | 13194 | 6316 | 13614 | 8333,25 | 5425,6 | 1406 |
| | depois | 14896 | 10867 | 4122 | 9742 | 5532 | 3796 | 891 |
| | variação | -25% | -18% | -35% | -28% | -34% | -30% | -37% |
| lucro líquido (em R\$ milhões de 12/95) | antes | -642,28 | 176,63 | -74,26 | -236,68 | -50,55 | -37,77 | 56,93 |
| | depois | 146,57 | 282,76 | 102,81 | 60,06 | 48,24 | 22,43 | 33,67 |
| | variação | | 60% | | | | | -41% |
| ROS | antes | -58 | 16 | -23 | -24 | -10 | -15 | 16 |
| | depois | 6 | 15 | 10 | 4 | 6 | 3 | 5 |
| | variação | | -6% | | | | | -69% |
| ROE | antes | -52 | 17 | -2 | -19 | -12 | -3 | 4 |
| | depois | 3 | 13 | 3 | 3 | 6 | 1 | 4 |
| | variação | | -24% | | | | | 0% |
| ROA | antes | -11 | 7 | -2 | -7 | -7 | -1 | 4 |
| | depois | 2 | 8 | 2 | 2 | 4 | 0 | 3 |
| | variação | | 14% | | | | | -25% |
| V/E (em R\$ milhões de 12/95) | antes | 0,07 | 0,09 | 0,07 | 0,07 | 0,06 | 0,08 | 0,36 |
| | depois | 0,16 | 0,17 | 0,19 | 0,16 | 0,14 | 0,18 | 0,8 |
| | variação | 129% | 89% | 171% | 129% | 133% | 125% | 122% |
| A/E (em R\$ milhões de 12/95) | antes | 0,32 | 0,16 | 0,68 | 0,29 | 0,1 | 0,66 | 1,05 |
| | depois | 0,45 | 0,31 | 0,76 | 0,4 | 0,23 | 1,24 | 1,3 |
| | variação | 41% | 94% | 12% | 38% | 130% | 88% | 24% |
| V/A (em R\$ milhões de 12/95) | antes | 0,23 | 0,58 | 0,11 | 0,28 | 0,58 | 0,13 | 0,36 |
| | depois | 0,38 | 0,58 | 0,26 | 0,4 | 0,64 | 0,15 | 0,6 |
| | variação | 65% | 0% | 136% | 43% | 10% | 15% | 67% |

Fonte: EXAME - Maiores e Melhores (vários números);

Gazeta Mercantil - Balanço Anual (vários números);

Conjuntura Econômica - as super 500 (vários números);

Obs.: ROS (Retorno sobre as vendas), ROE (Retorno sobre o patrimônio),

ROA (Retorno sobre os ativos), V/E (Vendas por empregado),

A/E (Ativos por empregado); V/A (Vendas por ativo).

Continuação (Quadro 3.7)

Efeitos da privatização sobre a performance econômica de empresas brasileiras privatizadas na década de 90

| indicador/empresa | | PQU | Petroflex | Fosfertil | Total | Média | Mediana | D. Padrão |
|---|----------|--------|-----------|-----------|----------|---------|---------|-----------|
| vendas (em R\$ milhões de 12/95) | antes | 381,08 | 201,04 | 135,2 | 6068,27 | 606,83 | 453,96 | 422,75 |
| | depois | 657,25 | 298,53 | 195 | 10001,45 | 1000,15 | 729,22 | 735,34 |
| | variação | 72% | 48% | 44% | 65% | | | |
| PL (em R\$ milhões de 12/95) | antes | 850,08 | 250,66 | 135,21 | 14529,84 | 1452,98 | 1064,54 | 1204,34 |
| | depois | 980,73 | 220,87 | 195 | 18802,01 | 1880,20 | 1517,43 | 1635,90 |
| | variação | 15% | -12% | 44% | 29% | | 0,43 | |
| endividamento | antes | 15,06 | 23,8 | 21,55 | | 35,60 | 25,34 | 17,12 |
| | depois | 18 | 35,1 | 47,33 | | 29,67 | 28,02 | 12,39 |
| | variação | 20% | 47% | 120% | | -0,17 | 0,11 | -0,28 |
| ativos (em R\$ milhões de 12/95) | antes | 996,79 | 327,41 | 393,55 | 24422,04 | 2442,20 | 1793,56 | 2019,37 |
| | depois | 1196 | 350,95 | 760,72 | 26355,16 | 2635,52 | 2187,59 | 2038,13 |
| | variação | 20% | 7% | 93% | 8% | | | |
| empregados | antes | 1395 | 1802 | 2109,75 | 73559,60 | 7355,96 | 5870,80 | 6388,15 |
| | depois | 829 | 794 | 1285 | 52754,00 | 5275,40 | 3959,00 | 4970,55 |
| | variação | -41% | -56% | -39% | -28% | | | |
| lucro líquido (em R\$ milhões de 12/95) | antes | -13,16 | -14,93 | -139,07 | -975,14 | -97,51 | -44,16 | 220,38 |
| | depois | 8 | 4,13 | 59,71 | 768,38 | 76,84 | 53,98 | 84,45 |
| | variação | | | | | | | |
| ROS | antes | -2 | -5 | -99 | -146,58 | -14,66 | -7,50 | 32,70 |
| | depois | 1 | 1 | 28 | 73,06 | 7,31 | 4,50 | 8,58 |
| | variação | | | | | | | |
| ROE | antes | -2 | -11 | -58 | -138,00 | -13,80 | -7,00 | 23,83 |
| | depois | 1 | 1 | 14 | 49,00 | 4,90 | 3,00 | 4,79 |
| | variação | | | | | | | |
| ROA | antes | -2 | -8 | -43 | -70,00 | -7,00 | -4,50 | 13,81 |
| | depois | 1 | 1 | 7 | 30,00 | 3,00 | 2,00 | 2,62 |
| | variação | | | | | | | |
| V/E (em R\$ milhões de 12/95) | antes | 0,3 | 0,11 | 0,07 | 1,28 | 0,13 | 0,08 | 0,11 |
| | depois | 0,79 | 0,4 | 0,15 | 3,14 | 0,31 | 0,18 | 0,26 |
| | variação | 163% | 264% | 114% | 145% | | | |
| A/E (em R\$ milhões de 12/95) | antes | 0,72 | 0,18 | 0,19 | 4,35 | 0,44 | 0,31 | 0,32 |
| | depois | 1,44 | 0,48 | 0,6 | 7,21 | 0,72 | 0,54 | 0,45 |
| | variação | 100% | 167% | 216% | 66% | | | |
| V/A (em R\$ milhões de 12/95) | antes | 0,41 | 0,7 | 0,38 | 3,76 | 0,38 | 0,37 | 0,20 |
| | depois | 0,55 | 0,9 | 0,26 | 4,72 | 0,47 | 0,48 | 0,22 |
| | variação | 34% | 29% | -32% | 26% | | | |

Fonte: EXAME - Maiores e Melhores (vários números); números).

Gazeta Mercantil - Balanço Anual (vários números);

Conjuntura Econômica - as super 500 (vários números).

Obs.: ROS (Retorno sobre as vendas), ROE (Retorno sobre o patrimônio),

ROA (Retorno sobre os ativos), V/E (Vendas por empregado),

A/E (Ativos por empregado); V/A (Vendas por ativo).

Quadro 3.8

Evolução da performance das 500 maiores empresas privadas do Brasil entre o período (1989-93) e (1994-95)

| ano/indicador | Vendas | Ativos | Lucros | ROE | ROA | ROS | End. Geral | V/A |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-----------------|-------------|------------|-------------|--------------|-------------|
| 1989 | 245.814,00 | 151.987,00 | 12.260,00 | 14 | 8 | 4,9 | 41 | 1,05 |
| 1990 | 205.092,00 | 125.907,00 | 894,00 | 1,4 | 0,7 | 0,4 | 49 | 0,93 |
| 1991 | 198.314,00 | 179.013,00 | 4.010,00 | -3,6 | 2,2 | -2 | 37,9 | 0,89 |
| 1992 | 215.023,00 | 199.489,00 | 541,60 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 39 | 0,87 |
| média(89-92) | 216.060,70 | 164.099,00 | 4.426,40 | 3,05 | 2,8 | 0,88 | 41,73 | 0,94 |
| 1993 | 240.101,00 | 224.624,00 | 4.166,00 | 3,1 | 1,9 | 1,7 | 40,9 | 0,85 |
| 1994 | 255.033,00 | 242.332,00 | 15.690,00 | 10,7 | 6,5 | 6,1 | 39,8 | 0,98 |
| 1995 | 266.636,00 | 218.617,00 | 7.951,00 | 6,3 | 3,6 | 3,7 | 42 | 0,99 |
| média(93/95) | 253.923,00 | 228.524,00 | 9.269,00 | 6,7 | 4 | 3,8 | 40,9 | 0,94 |
| Varição (89/92)vs.(93/95) (%) | 17,5 | 39,2 | 109 | 120 | 43 | 332 | -2 | 0 |

Fonte: Exame: Maiores e Melhores - vários números

Obs.: ROE (Retorno sobre o patrimônio), ROA (Retorno sobre os ativos),

ROS (Retorno sobre as vendas), V/A (vendas sobre ativos). Vendas, Ativos e Lucros estão em R\$ milhões de 12/95.

Quadro 3.9

Indicadores de performance

Empresas privatizadas/500 maiores empresas privadas

média antes e depois da privatização

| indicador | ROS | ROE | ROA | V/A |
|---------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 10 empresas privatizadas | | | | |
| antes | -20,40 | -13,8 | -7 | 0,376 |
| depois | 7,90 | 4,9 | 3 | 0,472 |
| 500 maiores privadas | | | | |
| antes | 0,88 | 3,05 | 2,8 | 0,94 |
| depois | 3,8 | 6,7 | 4 | 0,94 |
| 10 empresas/500 privadas | | | | |
| antes | -23,18 | -4,52 | -2,50 | 0,40 |
| depois | 2,08 | 0,73 | 0,75 | 0,50 |

Fonte: Quadros 1 e 2

Obs1.: ROE (Retorno sobre o patrimônio), ROA (Retorno sobre os ativos),

ROS (Retorno sobre as vendas), V/A (vendas sobre ativos).

Obs2.: Antes= média de 3 a 5 anos antes da privatização

Depois= média de 2 a 4 anos depois da privatização

3.6. Conclusão

Este capítulo discutiu a teoria utilizada internacionalmente para a análise da privatização, resumiu uma série de evidências empíricas comparativas de performance entre empresas públicas e privadas e analisou o desempenho de 10 empresas brasileiras privatizadas na década de 90 que passaram a figurar, após a privatização, entre as 500 maiores empresas privadas do país. A fim de verificar se alterações de desempenho deviam-se somente à mudança de propriedade ou se havia um ambiente econômico mais favorável às empresas, coincidindo com o período pós - privatização, analisou-se também o desempenho das 500 maiores empresas privadas do país no mesmo período em que ocorreram as privatizações.

A matriz teórica apoiou-se na teoria da agência, basicamente no problema da relação agente-principal, que analisa como diferentes estruturas de propriedade podem afetar o comportamento dos dirigentes e funcionários de empresas públicas e privadas (afetando, assim a performance econômica da empresa), na medida em que incentivos diferentes se estabelecem em cada estrutura num ambiente de informações assimétricas. Quando se mencionou a empresa privada regulada, a Teoria dos Mercados Contestáveis foi introduzida na análise.

De uma forma geral, a teoria espera melhor performance econômica da empresa privada em relação à empresa pública, visto que incentivos a uma atuação mais eficiente na primeira seriam mais efetivos que na segunda.

A maior parte dos estudos empíricos mostrou que de fato as empresas privadas têm melhor performance econômica, mas número não desprezível de pesquisas registrou um resultado favorável à empresa pública ou ambíguo. De uma forma geral, entretanto, em estruturas de mercado competitivas, a empresa privada apresentou performance econômica melhor que a empresa pública, tendo a privatização um efeito positivo nesse aspecto.

Já nos casos de estruturas de mercado pouco competitivas, a evidência empírica não é conclusiva sobre quem tem melhor performance. O que parece claro é que a

propriedade não é o único fator determinante da maior ou menor eficiência de uma empresa. Outras variáveis interagem com aquela, sendo da maior importância o grau de competição do mercado em que a empresa atua.

O estudo realizado com as 10 empresas privatizadas no Brasil na década de 1990, que se posicionaram, após a venda para o setor privado, entre as 500 maiores empresas privadas do país, vai na mesma direção dos demais estudos apontados no texto que evidenciam melhor performance para a maior parte das empresas após a privatização. Entretanto, apresenta uma melhora não uniforme que varia bastante de empresa para empresa e até sem alterações em certos indicadores para algumas empresas. Além disso, a melhora de performance não foi exclusividade das empresas privatizadas, mas generalizou-se pela economia como um todo (pelo menos entre as 500 maiores empresas privadas) no período em questão, embora numa intensidade menor que nas empresas privatizadas. Os indicadores de performance das 10 empresas selecionadas tomados como proporção dos mesmos indicadores para as 500 maiores empresas privadas apresentaram-se favoráveis às empresas privatizadas, reforçando o argumento que a melhoria de performance foi mais intensa nestas.

4. Conclusões

Este trabalho discutiu a privatização de empresas estatais, descrevendo o seu processo no Brasil, desde seus primeiros ensaios no início dos anos 80 até a fase atual no governo Fernando Henrique. Duas razões principais alegadas por governos de todo o mundo para vender suas empresas são analisadas em detalhes: impactos fiscais e efeitos sobre a performance econômica das empresas privatizadas.

No primeiro capítulo, observou-se que as vendas de estatais no Brasil seguiram uma tendência mundial iniciada no começo dos anos 80. Notou-se que o processo começou lentamente no país porque não havia um sentimento sobre a sua importância na sociedade brasileira, nem no seio dos governos que o conduziram. Assim, os governos Figueiredo e Sarney marcaram-se por privatizações de empresas que se encontravam sob propriedade estatal apenas por razões de elevado endividamento junto ao BNDES, sem condições de pagamento, e que por isso acabaram sendo absorvidas por aquele banco. No governo Collor, há um ponto de inflexão com o núcleo do setor produtivo estatal sendo atingido. O governo Itamar basicamente segue a linha traçada no governo anterior. O governo Fernando Henrique representa outro ponto de inflexão ao incluir o setor de infra-estrutura e de serviços de utilidade pública e ao remover obstáculos institucionais, mediante emendas à Constituição, obstruidores do avanço do programa.

O segundo capítulo investiga o motivo fiscal a partir de três ângulos relacionados entre si. O primeiro é o impacto intertemporal da privatização sobre as necessidades de financiamento do setor público (NFSP). O governo recebe as receitas de privatização (abate dívida e portanto diminui o fluxo futuro de juros), mas perde os dividendos correspondentes; além disso, as necessidades de financiamento das empresas estatais saem da cômputo da NFSP. A magnitude do impacto vai depender do tamanho e do sinal destas variáveis. Por exemplo, se o governo vende empresas que tinham necessidades de financiamento negativas (superávits), o efeito será, *ceteris paribus*, aumentador das necessidades de financiamento do setor público intertemporalmente. No caso brasileiro, a continuar as necessidades de financiamento das empresas estatais positivas, as altas taxas de juros sobre os títulos do

governo e os fracos desempenhos econômico-financeiros do conjunto do setor produtivo estatal (e o baixo pagamento de dividendos, mesmo das empresas lucrativas) observados nos últimos anos, a privatização teria um claro efeito redutor sobre as NFSP.

O segundo ângulo é o efeito sobre o patrimônio do setor público. Como uma empresa é avaliada pelo fluxo de caixa esperado, se o setor privado inferir que, uma vez privatizada, a empresa tornar-se-á mais lucrativa, este estará disposto a pagar mais por ela que o seu valor para o setor público, gerando, assim, um ganho patrimonial para este último. Esse aspecto é intimamente relacionado com o terceiro capítulo em que se investiga se haveria razões para se esperar que uma empresa após a privatização se tornasse mais lucrativa

O terceiro ângulo é a contribuição das receitas de privatização (cerca de R\$ 95 bilhões de 1997 a 2000, numa estimativa conservadora) para a garantia da transição entre a atual fase de dificuldades fiscais e o equilíbrio de longo prazo nas contas públicas quando as reformas constitucionais - administrativa, tributária e previdenciária - em curso no Congresso Nacional (visam, entre outros objetivos, assegurar um ajuste fiscal de longo prazo nas contas públicas) estiverem surtindo seus plenos efeitos. Observou-se que a dívida como proporção do PIB estaria num patamar bem inferior no ano 2000 com a privatização em comparação ao cenário sem ela. Além do efeito direto de abater o estoque, há o menor pagamento de juros contribuindo para o crescimento mais lento da dívida.

O terceiro capítulo analisa as razões para se esperar que as empresas melhorem a performance uma vez privatizadas. A partir da teoria da agência, observam-se as características de cada tipo de propriedade (empresa privada sem regulação, empresa privada regulada e empresa pública), enfatizando os incentivos atuantes em cada uma. Notou-se que há problemas de agência em todos os três tipos de propriedade, ou seja, os objetivos do principal divergem dos do agente. Entretanto, na empresa privada os incentivos do principal (acionistas) são mais bem definidos, o que facilita o monitoramento dos administradores. Na empresa pública, há uma multiplicidade de objetivos por parte dos principais (o governante eleito e/ou a sociedade em última instância), o que torna mais fácil a obtenção da agenda dos administradores.

Para testar se a teoria se confirma pela evidência empírica, sumarizaram-se diversos estudos comparando a performance entre empresas públicas e privadas e analisou-se o desempenho de 10 empresas brasileiras privatizadas no início da década de 90. O que se concluiu é que a privatização tem um efeito positivo sobre a performance das empresas que atuam em setores competitivos, mas apresenta resultado indiferente ou ambíguo para empresas que atuam em setores de baixa competição.

Este resultado reforça o argumento do segundo capítulo porque ao se esperar um fluxo de retorno da empresa superior uma vez privatizada, o setor público pode ter um ganho patrimonial se vender as empresas estatais por um preço superior ao que valeriam se permanecessem sob seu controle.

O programa de privatização, assim, pode trazer dois efeitos positivos: melhorar as contas públicas e aumentar a eficiência das empresas ao possibilitar melhor monitoramento dos seus administradores.

Bibliografia

- ARROW, K. J. "Agency and The Market". In **Handbook of Mathematical Economics**, Vol. III, editado por K. J. Arrow e M. D. Intriligator. Elsevier Science Publishers B. V. (North-Holland), Chapter 23. 1986.
- ARROW, K. J. & LIND, R. C. "Uncertainty and the evaluation of public investment decisions". **American Economic Review**. Volume LX, N° 3. June 1970.
- AHBRECHT, R. "Efficiency in the provision of fire services". **Public Choice** 16. p. 1-15. Fall 1973.
- ATKINSON, S. E., Halvorsen, R. "The relative efficiency of public and private firms in a regulated environment: the case of U.S. electric utilities." **Journal of Public Economics** 29, p. 281-94. Abril de 1986.
- BAILEY, E.E. "Contestability and the design of regulatory and antitrust policy". **American Economic Review**, Vol. 71, No. 2, 1981.
- BAUMOL, W. J. , PANZAR J. C. & WILLIG, R. D. "**Contestable Markets and the theory of industry structure**". Harcourt Brace Jovanovich, New York. 1982.
- BAYS, C. "Cost comparisons of forprofit and nonprofit hospitals." **Social Science and Medicine**, 13C, p.219-25. 1979.
- BECKER, E., SLOAN, F. A. "Hospital ownership and performance." **Economic Inquiry** 23, p. 21-36. Jan.1995.
- BISHOP, C. "Nursing home cost studies and reimbursement issues." **Health Care Financing Review** 1, p. 47-64. Spring 1980.
- BOARDMAN, A. E., VINING, A.R. "Ownership and performance in competitive environments: a comparison of the performance of private, mixed and state-owned enterprises." **Journal of Law and Economics** 32. Apr. 1989.
- BÖS, D., "**Privatization: a theoretical treatment.**" Oxford: Claredon Press. 1991.
- BNDES. "*Legislação do Programa Nacional de Desestatização*". 1995.
- _____. "*Programa Nacional de Desestatização*". 1995.
- BRASIL. "*Constituição da República Federativa do Brasil: promulgada em 5 de outubro de 1988*". 11a. ed. - São Paulo: Saraiva. 1995.
- BREYER & MAC'AVOY. "Regulation and deregulation". In **The New Palgrave Dictionary of Economics**. Basil Blackwell, vol. 4. 1991.
- BRUGGINK, T. H. "Public versus regulated private enterprise in the municipal water industry: a comparison of the operating costs." **Quartely Review of Economics and Business** 22, p. 111-125. Spring 1982.
- BUITER, W. H. "A guide to public sector debt and deficit". **Economic Policy**. 1985

- CAVES, D. W. , CHRISTENSEN, L. The relative efficiency of public and private firms in a competitive environment: the case of Canadian railroads. **Journal of Political Economy** 88, p.958-976, Oct. 1980.
- CAVES, D W. ET AL. "Economic performance of U.S. and Canadian Mailroads." In: Stanbury, W. T., Thompson, F. (eds.). **Managing public enterprises**. New York: Praeger, p. 123-151. 1982.
- CLARKSON, K. W. "Some implications of property rights in hospital management." **Journal of Law and Economics** 15, p. 363-384, Oct.1972.
- COLLINS, J., DOWNES, B. "The effect size on the provision of public services: the case of solid waste collection in smaller cities." **Urban Affairs Quartely** 12. p. 333-45. 1977.
- CRAIN, W. M., ZARDKOOHI, A. "A test of the property rights theory of the firm: water utilities in the United States." **Journal of Law and Economics** 21, p. 395-408. Oct. 1978.
- DAMODARAN, A. "**Avaliação de investimentos**". Quality Mark Editora. 1997.
- DAVIES, D. "The efficiency of public versus private firms: the case of Australia's two airlines." **Journal of Law and Economics** 14, p. 149-65. Apr. 1971.
- _____. "Property rights and economic efficiency: the Australian Airlines revisited". **Journal of Law and Economics** 14, p. 223-226. Apr. 1977.
- _____. "Property rights and economic behavior in private and government enterprises: the case of Australia's Banking System." Vol. 3, editado por por Richard ° Zerbe, pp. 111-42. Greenwich, Conn.: JAI, 1981.
- _____. "Public sector expansion: stagnant technology or attenuated property rights?" **Southern Economic Journal** 46, p. 1069-82. 1980.
- DE ALESSI, L. "An economic analysis of government ownership and regulation: theory and evidence from the electric power industry." **Public Choice** 19, p. 1-42. Fall 1974.
- _____. "Ownership and peak-load pricing in the electric power industry". **Quartely Review of Economics and Business** 17, p. 7-26. Winter 1977.
- EDWARDS, F., STEVENS, B. "The provision of municipal sanitation by private firms: an empirical analysis of the efficiency of alternative market structures and regulatory arrangements." **Journal of Industrial Economics** 27 p.133-47. De. 1978.
- FÄRE, R., GROSSKOPF, S., LOGAN, J. "The relative performance of publicly owned and privately owned electric utilities." **Journal of public economics** 26, p. 89-106, Feb. 1985.
- FEIGENBAUM, S., TEEPLES, R. "Public versus private water delivery: a hedonic cost approach." **Review of Economics and Statistics** 65, p. 672-78, Nov. 1983.
- FINSIGER, J. "The performance of public enterprises in insurance markets." Paper presented at a conference on the performance of public enterprise, Liège, Sart Tilman, 1982.
- FORSYTH, P. J., HOCKING, R.D. "Property rights and efficiency in a regulated environment: the case of australian airlines." **Economic Record** 56, p. 182085, 1980.

- FRECH, H. E., III. "The property rights theory of the firm: empirical results from a nature experiment." **Journal of Political Economy** 84, p. 143-52. Feb. 1976.
- _____. "Property Rights, the theory of the firm, and competitive markets for top decisions-makers." In **Research in Law and Economics**, Vol 2, editado por Richard O. Zerbe, p.49-63. Greenwich, Conn.:JAI, 1980.
- FRECH, H. E., III, e GINSBURG, P.B. "The cost of nursing home care in the United States: government financing, ownership and efficiency." In **Health, Economics, and Health Economics**, edited by Jacques van der Gaag and Mark Perlman, p. 67-81. New York: North-Holland, 1981.
- GALAL, A., JONES, L., TANDOM, P., VOGELSANG, I. "**The welfare consequences of selling public enterprises: an empirical analysis.**" World Bank, Oxford University Press, 1994.
- GIAMBIAGI, F. "O ajuste fiscal de 1999/2000". Mimeo. Agosto de 1997.
- GIAMBIAGI, F. & PINHEIRO, A. C., "Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre a privatização no Brasil." Texto para Discussão 34. BNDES. 1996.
- GROSSMAN, S. & HART, O. D., "Takeover Bids, the free rider problem and the theory of the corporation". **Bell Journal of Economics**. 1980.
- GUISLAIN, P. "*The privatization challenge: a strategic, legal, and institutional analysis of internationalexperience*". **World Bank Regional and sectoral studies**. 1997.
- HANKE, S. Privatization. "**IN The New Palgrave Dictionary of Economics.**"Basil Blackwell, Vol 4. 1991.
- HAUSMAN, J. M. "Urban water services pricing: public vs. private firms". Unpublished **Ph.D dissertation**, George Washington University, Department of Economics. 1976.
- HART, O. & HÖLMSTROM, B. "The theory of contracts". In **Advances in economic theory**, Fifth World Congress, editado por T. Bewley. New York: Cambridge University Press. 1987
- HIRSCH, W. Z. "Cost functions of an urban government service: refuse collection." **Review of Economics and Statistics** 47, p.87-92, Feb. 1965.
- HÖLMSTROM, B. "Moral hazard and observability", **Bell Journal of Economics** 10, p. 74-91. 1979.
- IPEA. **Boletim de Finanças Públicas**. Ano 1, No. 1. 1997.
- JENSEN, M. C. "Agency costs of free cashflow, corporate finance and takeovers." **American Economic Review** 76: 323-329. 1986
- JORDAN, W.A. "Performance of North American and Australian Airlines." In **Managing Public Enterprises**, editado por William T. Stambury e Fred Thompson, p. 161-99, New York: Praeger, 1982.
- KAY, J., THOMPSON, D. Privatization: a policy in search of a rationale. **Economic Journal**, vol. 96, p. 18-38, 1986.
- KEMPER, P. E QUIGLEY, J. **The economics of refuse collection**. Cambridge, Mass.: Ballinger, 1976.

- KIFORDU, H. "Privatização da siderurgia". Dissertação de Mestrado. UNB. 1996.
- KITCHEN, H. "A statistical estimation of an operating cost function for municipal refuse collection." **Public Finance Quarterly** 4, p. 56-76, Jan. 1976.
- KREPS, D.M. "**A Course in Microeconomic Theory**". Princeton University Press. 1990.
- KRUEGER, A. O. "The political economy of the rent seeking society". **American Economic Review**. June 1974.
- KOLE, S. R. & MULHERIM, J. H. "The government as a shareholder: a case from the United States". **Journal of Law and Economics**, Vol XL. April 1997.
- LAFFONT, J-J., "Privatisation et incitations". **Revue économique**. N° 6. Nov. 1996.
- LARRAIN, G. WINOGRAD, C. D., "Privatisation massive, finances publiques et macroéconomie: le cas de l'Argentine e du Chili." **Revue économique**. Vol 46, N° 6. 1996
- LEIBENSTEIN, H. "Allocative efficiency vs. X-efficiency." **American Economic Review** 56, p. 392-413, Apr. 1966.
- LEWIN, A. Y. "Public enterprise, purposes and performance." In **Managing public enterprises**, editado por William T. Stanbury and Fred Thompson, p. 51-78. New York: Praeger, 1982.
- LINDSAY, C.M. "A Theory of government enterprise." **Journal of Political Economy** 84, p.1061-77. Oct. 1976.
- MANN, P. & MIKSELL, J. "Ownership and water system operation". **Waterworks Bulletin**. 1976.
- MANSOOR, A.; IN Blejer, M. I. e Ke-Young Chu. **IMF Occasional paper 59**; June de 1988.
- MAS-COLELL, A., WHINSTON, M. D. & GREEN, J. R. "**Microeconomic Theory**". Oxford University Press. 1995.
- MCGUIRE, R. A., COTT, T. E. NORMAN VAN. Public versus private economic activity: a new look at school bus transportation. **Public Choice** 43, p. 25-43, 1984.
- MANN, P. C. Public owned electric utilities profits and resource allocation. **Land Economics** 46, p. 478-84, Nov. 1970.
- MANN, P. C., MIKESSELL, J.L. Tax payments and electric utilities prices. **Southern Economic Journal** 38, p. 69-78, July 1971.
- MEGGINSON, W. L., NASH, R. C., RANDENBORGH, M. VAN. The financial and operating performance of newly privatized firms: an interntional empirical analysis. **Journal of Finance** 49, N.2, p. 403-52, 1994.
- MELLO, M. F. "Impactos fiscais da privatização". **Anais da Anpec**. 1994
- MENDES, Júlio César. "Uma análise do programa brasileiro de privatização". **Conjuntura Econômica**. Rio de Janeiro. Vol. 4 (9). Setembro 1987.
- MEYER, R. A. "Public owned vs. privately owned utilities: a policy choice." **Review of Economics and Statistics** 57, p. 391-99, Nov. 1975.

- MOORE, T.G. "The effectiveness of regulation of electric utilities prices." **Southern Economic Journal** 36, p. 365-75, Apr. 1970.
- MORGAN, W. DOUGLAS. "Investor owned vs. publicly owned water agencies: an evaluation of the property rights theory of the firm." **Water Resources Bulletin** 13, p. 775-81, Aug. 1977.
- MORRISON, S. "Property rights and economic efficiency: a further examination of the Australian airlines. Unpublished paper, University of Brith Columbia, Faculty of Commerce and Business Administration. 1981.
- NEUBERG, L. G. "Two issues in the municipal ownership of electric power distribution systems." **Bell Journal of Economics** 8, págs. 303-23, Spring 1977.
- NICKELL, S.; NICOLITSAS, D. e DRYDEN, N., What makes firms perform well? **European Economic Review** 41, págs. 783-796, 1997.
- PALMER, J. P.; QUINN, J. e RESENDES, R. "A case study of public enterprise: Gray Coach Lines, Ltd." In **Crown Corporations in Canada: the calculus of instrument choice**, editado por J. Robert S. Prichard, p. 369-446. Toronto: Butterworths, 1983.
- PASHIGIAN, B. P. "Consequences and causes of public ownership of urban transit facilities." **Journal of Political Economy** 84, p. 1239-60, Dec. 1976.
- PAULA, G. M. "Avaliação do processo de privatização da siderurgia brasileira" **Revista de Economia Política**, Vol 17, N° 2(66). 1997.
- PELTZMAN, S. Pricing in public and private enterprises: electric utilities in United States. **Journal of Law and Economics** 14, p. 109-47, Apr. 1971.
- PESCATRICE, D. R., TRAPANI, J. M., III. The performance and objectives of public and private utilities operating in the United States. **Journal of Public Economics** 36, p. 259-276, Apr. 1980.
- PIER, W. J. ; VERNON, R. B. ; WICKS, J. H. "An empirical comparison of government and private production efficiency." **National Tax Journal** 27, p. 653-56, Dec. 1974.
- Pommerehne, W. W. and B. S. Frey. "Public versus private production efficiency in Switzerland: a theoretical and empirical comparison." In **Comparing Urban Service Delivery Systems, Urban Affairs Annual Review**, edited by Vincent Ostrom and Robert Bish, pp. 221-41. Beverly Hills, Calif.: Sage Publications. 1977.
- TREVISAN. "*Manual de Privatização*". 1993.
- PINHEIRO, A.C. "No que deu, afinal, a privatização?" Texto para discussão BNDES. 1996.
- _____. "A privatização tem jeito" Texto para discussão. IPEA. 1994.
- PINHEIRO, A. C. & LANDAU, E. "Privatização e dívida pública" **Pesquisa e Planejamento Econômico**. Vol 26, N° 1. Abril. 1996.
- POMMEREHNE, W. W., FREY, B. S. "Public versus private production efficiency in Switzerland: a theoretical and empirical comparison. In: Ostrom, V. BISH, R. (eds.) **Comparing urban service delivery systems, urban affairs annual review**. Beverly Hills, Calif.: Sage Publications, p. 221-241. 1977.

- PONTES LIMA, E. C. "*Privatização no Brasil: antecedentes e perspectivas*". monografia de graduação (não publicada). Fortaleza. 1993.
- PRYKE, R. "The comparative performance of public and private enterprise". **Fiscal Studies**. 1982.
- REES, R. "Inefficiency, public enterprise and privatisation". **European Economic Review** 32, p. 422-431, 1988.
- ROWLEY, C. K., & YARROW, G. "Property rights, regulation and public enterprise: the case of the British Steel Industry 1957-75". **International Review of Law and Economics**. 1981.
- ROSS, S. "The economic theory of agency: the principal's problem". **American Economic Review** 63, pág. 134-39. 1973.
- ROSS, S, Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F., "**Corporate finance**". 1993.
- RUSHING, W. Differences in profit and non-profit organizations: a study of effectiveness and efficiency in general shortstay hospital. **Administrative Science Quarterly** 19, p. 474-84, Dec. 1974.
- SAPPINGTON, D. E.M. "Incentives in principal-agent relationships". **Journal of economics perspectives** 5, N. 2, p. 45-66, Spring 1991.
- SAPPINGTON, D. E. M., & STIGLITZ, J. E. "Privatization, information and incentives". **Journal of policy analysis and management** 6, N. 4, 567-582. 1987.
- SCHMIDT, K. M., "Incomplete contracts and privatization". *European Economic Review* 40. 1996
- SPRAOS, J. "Um passeio teórico pela privatizações com ilustrações européias". In ZINI, A. **O Mercado e o Estado no desenvolvimento dos anos 90**. IPEA. 1992.
- SAVAS, E. S. "Policy analysis for local governments: public vs. private refuse collection." **Policy Analysis** 3, p. 49-74, Dec. 1974.
- SCHLENSINGER, M., AND DORWART, R. "Ownership and mental-health services." **New England Journal of Medicine** 311, p. 959-65, Oct. 1984.
- SHAPIRO, C., WILLIG, R. "Economic rationales for the scope of privatization." Olin Program Discussion Paper 41, Woodrow Wilson School, Princeton University, 1990.
- SHEPHERD, W. G. "Utility growth and profits under regulation." In **Utility Regulation: New directions in theory and practice**, editado por William G. Shepherd e Thomas G. Gies. New York: Random House, 1966.
- SPANN, R. M. "Public versus private provision of governmental services." In **Budgets and Bureaucrats**, editado por T. E. Borcherding, p. 71-89. Duke University Press, 1977.
- SPE/MF - Secretaria de Política Econômica. "*Programa Nacional de Desestatização - principais eventos de 1996 e agenda para 1997*". (mimeo). Brasília. 1997.
- STEVENS, B. J., "Scale, market structure, and the cost of refuse collection" **Review of economics and statistics** 60, p. 3438-48, August 1978.
- STIGLITZ, J. E. "**The economics of public sector**". 2ª edição. W.W. Norton. 1988.

_____. **"On the economic role of the state."** Basil Blackwell. 1990.

THE ECONOMIST. 11-17 de março de 1995.

TILTON, JOHN E. "The nature of firm ownership and the adoption of innovations in the electric power industry." Paper presented at the Public Choice Society, Washington, D. C., March 1973.

TREBAT, T. J. **"Brazil's state owned enterprises: a case study of the state as entrepreneur."** Cambridge: Cambridge University Press. 1983.

TRAIN, Keneth **"Optimal regulation: the economics theory of natural monopoly"**. MIT Press, 1991.

VARIAN, H.. **"Microeconomic Analysis"**. W.W. W Norton. 1992.

VELLOSO, R. Déficit Federal: evolução recente e perspectivas. Mimeo. 1997.

_____. Como acelerar o ajuste fiscal. Trabalho apresentado no IX Fórum Nacional. INAE. 1997.

VICKERS, J. & YARROW, G. **"Privatisation: an economic analysis."** The Mit Press. 1988.

_____. Economic perspectives on privatization. **Journal of Economic Perspectives** 5, p. 111-32, Spring 1991.

WERNECK, R.L.F. "Empresas estatais e política macroeconômica." Ed.Campus. 1987.

_____. "Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil". Texto para discussão. **PUC-RJ**, 1989.

WERNECK, R. & BEVILÁQUA, A. Fiscal Policy sustainability in Brazil. Mimeo. 1997.

WILLIAMSON, O. **"The economic institutions of capitalism."** New York: Free Press. 1985

WILLIG, R. D. **"Public versus regulated enterprise"**. Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993. World Bank. 1994.

YARROW, G. "Privatization in theory and practice." **Economic Policy**. N° 2. April 1986.

_____. "Does ownership matter?" In **Privatisation and competition: a market prospectus**. Edited by Cento Veljanovski. Institute of economic affairs. 1989.