

Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre a privatização no Brasil*

Armando Castelar Pinheiro**

Fabio Giambiagi***

Sumário: 1. Introdução; 2. O setor produtivo estatal: bases quantitativas para o debate; 3. O impacto fiscal da privatização: síntese do modelo adotado; 4. Uma avaliação empírica: velhas teses, novos elementos; 5. Conclusão.

Palavras-chave: empresas estatais; privatização; dividendos.

Este artigo apresenta uma série de dados, em geral pouco conhecidos, sobre a rentabilidade e a distribuição de dividendos das empresas estatais brasileiras e reavalia o impacto fiscal da privatização, à luz da perspectiva de inclusão dos setores de mineração, eletricidade e telecomunicações no Programa Nacional de Desestatização. Duas conclusões merecem ser destacadas. A primeira é que a relação lucro/patrimônio líquido do setor produtivo estatal, no período 1988-94, foi negativa em 5,4%, e que, mesmo no caso dos quatro grandes grupos (Vale do Rio Doce, Eletrobrás, Petrobras e Telebrás), essa relação, embora positiva, foi de apenas 3,5%, sendo que os dividendos do Tesouro Nacional no mesmo período foram, em média, de apenas 0,4% do capital por ele aplicado no conjunto das empresas estatais. A segunda é que, com a inclusão daqueles setores, o impacto fiscal da privatização pode se revelar mais importante do que o mostrado em trabalhos anteriores da literatura.

This paper presents a data set on the profitability and the dividend policy of Brazilian state-owned enterprises (SOEs). In addition, it reassesses the fiscal impact of privatization in Brazil, considering the government's intention to sell SOEs in mining, telecommunications and electricity. Two conclusions are worth noting. First, Brazilian SOEs registered in 1988-94 a negative profit, as a proportion of the enterprises' net worth, of 5.4%. The profit rate of the four large SOE groups — Vale do Rio Doce, Eletrobrás, Telebrás and Petrobras —, although positive, averaged only 3.5% in the same period. These companies contributed to the National Treasury with dividends worth only 0.4% of the capital the state invested in them. The second conclusion is that, if the large groups are privatized, the fiscal impact of Brazilian privatization might be larger than suggested in past studies.

1. Introdução

Ao escrever sobre a insistência dos governos da Europa Ocidental em promover a privatização como forma de financiar seus déficits fiscais, Vincent Wright (1994:42) concluiu que “a privatização é mais um exemplo dos governos fazendo a coisa certa pelos motivos erra-

* Artigo recebido em mar. e aprovado em set. 1996. Os autores agradecem a Marina Mello, Bruno Freire, Luiz Fernando Wellish e aos participantes de um seminário realizado na Sest, pelos seus comentários, isentando-os, como de praxe, de qualquer responsabilidade sobre erros remanescentes. Os autores também gostariam de registrar sua gratidão para com a Coordenação de Informações Econômico-Financeiras da Sest e, especificamente, com Ilton Carvalho e sua equipe, pelas informações estatísticas referentes às empresas estatais que foram utilizadas neste trabalho.

** Chefe do Departamento Econômico do BNDES e professor do Instituto de Economia da UFRJ.

*** Do Departamento Econômico do BNDES.

dos”. Nessa afirmação, Wright resumia duas conclusões importantes sobre a relação entre privatização e ajuste fiscal. Primeiro, que empiricamente se observa que a decisão de privatizar está intimamente ligada à existência de um desajuste nas contas do setor público e à busca de uma solução para este problema. Segundo, que todas as análises teóricas e normativas sobre a privatização enfatizam que esta não deve ser direcionada para resolver problemas fiscais, mas sim para aumentar a eficiência da economia.¹

Estudos sobre o impacto fiscal da privatização no caso brasileiro enfatizam a pouca significância desse efeito em relação ao tamanho do ajuste necessário. Em sua análise da experiência da década de 80 e nas perspectivas da privatização nos anos 90, Werneck (1989:287) conclui, por exemplo, que:

“Tal como tem ocorrido em outros países, a privatização tem sido erroneamente vista no Brasil como uma maneira de reduzir o déficit do governo — e, conseqüentemente, de alterar sua postura fiscal — no montante equivalente ao resultado da venda de ativos. (...) Já que a venda de ativos não acarreta mudanças no patrimônio líquido do governo, não há qualquer impacto fiscal, ainda que certamente o governo se veja com maior liquidez.”

Pinheiro e Giambiagi (1994) desenvolveram um modelo para avaliar o impacto da privatização sobre as contas públicas, também concluindo sobre sua reduzida significância.² O principal efeito fiscal viria do aumento da rentabilidade e da transferência da responsabilidade de investir nos setores ocupados pelas estatais para o setor privado. De fato, é interessante observar que a Lei nº 8.031, que criou e regulamenta o Programa Nacional de Desestatização, não lista o ajuste fiscal como um dos objetivos do programa, que ficaria limitado àquilo que resultasse da redução dos encargos sobre a dívida abatida.

Esta posição majoritária entre os economistas, no Brasil e no exterior, parece ter sido posta em xeque por um raciocínio aparentemente simples de Roberto Campos (1995), que pode ser assim resumido: como o capital da União investido nas empresas estatais rende 1,08% ao ano,³ a privatização pode ter um significativo impacto fiscal se este patrimônio for vendido e usado para abater a dívida pública, sobre a qual o governo paga juros anuais na faixa de 20 a 25%. A cada R\$10 bilhões de patrimônio alienado seria possível obter uma economia líquida de R\$1,9 a 2,4 bilhões *por ano*.

O impacto fiscal sugerido por Campos é bastante significativo. Em 1994, o patrimônio líquido da União nas empresas estatais federais somava pouco mais de US\$88 bilhões. Se todo esse patrimônio fosse vendido pelo seu valor contábil e usado para abater a dívida pública, seria possível ter uma economia líquida *anual* de cerca de 3,3% do PIB em despesas correntes.⁴ É interessante notar que o artigo de Campos traz para a discussão da privatização brasileira uma idéia levantada por Adam Smith há mais de 200 anos, quando este colocou que:

*“In every great monarchy in Europe the sale of crown lands would produce a very large sum of money, which, if applied to the payments of public debts, would deliver from mortgage a much greater revenue than any which those lands ever afforded to the crown (...). When the crown lands had become private property, they would, in the course of a few years, become well improved and well cultivated.”*⁵

¹ Para uma discussão sobre essas questões ver Pinheiro & Schneider (1995).

² A esse respeito ver também Mello (1992, 1994) e Passanezi Filho (1994).

³ Média 1990-93 para os grupos Petrobras, Eletrobrás, CVRD e Telebrás.

⁴ Supondo uma taxa real de juros de 20% a.a. e um PIB de US\$531 bilhões, conforme metodologia própria do Banco Central.

⁵ Reproduzido de Werneck (1989:289), conforme citado em Yarrow (1986).

Obviamente, a existência ou não de significativos impactos fiscais com a privatização tem implicações importantes para o ritmo, as prioridades e a forma da privatização e não é, portanto, uma mera curiosidade acadêmica. Por exemplo, a decisão de privatizar rapidamente e maximizar receitas implica sacrificar objetivos de aumentar a eficiência e pode comprometer o modelo regulatório a ser adotado para os serviços públicos, mas pode ser justificada se os ganhos fiscais forem significativos.

Não se pretende neste artigo repisar a discussão sobre os impactos fiscais da privatização, ou as razões por que os governos, nas palavras de Wright, perseguem a privatização pelos motivos errados, ainda que essa questão seja abordada na tentativa de reconciliar o argumento de Campos com a posição de Wright. A nosso ver, o que está faltando a essa discussão é um melhor conhecimento da evidência empírica sobre as contas das empresas estatais brasileiras, tarefa a que Roberto Campos deu início mas não chegou a concluir.

O artigo tem, assim, um duplo objetivo. Por um lado, pretende-se apresentar um conjunto de dados relevantes para um melhor conhecimento do setor produtivo estatal, dados esses que, embora não cheguem a ser confidenciais, são, em alguns casos, pouco conhecidos e divulgados. Por outro lado, com base nesses dados pretende-se reavaliar o impacto fiscal da privatização no caso brasileiro, atualizando o argumento de outros trabalhos, porém agora à luz da perspectiva de venda das estatais dos setores de mineração, eletricidade e telecomunicações.

O artigo está estruturado em cinco seções. A segunda seção apresenta um conjunto de informações levantadas pelos autores junto à Sest sobre as contas das empresas estatais. Essas informações têm, a nosso ver, um interesse por si próprias, tendo em vista a carência de dados sobre essas companhias no Brasil. A seção 3 apresenta um modelo, derivado de outros disponíveis na literatura, que permite avaliar os impactos fiscais da privatização. A seção 4 utiliza o modelo e os dados para as estatais brasileiras para fazer uma análise empírica dessa questão. A última seção conclui o trabalho e apresenta algumas recomendações de política.

2. O setor produtivo estatal: bases quantitativas para o debate

Em seu artigo em *O Estado de S. Paulo*, Roberto Campos (1995) levantou várias questões, das quais quatro serão aqui tratadas.

- “Não há estatais rentáveis para o Tesouro Nacional (...). Dados da Sest e uma análise do balanço dos quatro maiores dinossauros, para o período 1990-93, revelam o seguinte: os dividendos pagos à velha viúva — a União — representam, em média, apenas 1,08% ao ano (...). Na realidade, se deduzidos os aportes da União no período, a rentabilidade dos dinossauros se tornaria negativa, em 6,8% ao ano.”
- “(...) as estatais trabalham muito mais para os seus funcionários do que para a nação que as financia.”
- “A diferença entre os dividendos recebidos em 1990-92 e os aportes concedidos e dívidas honradas pelo Tesouro indica que a União teve de pagar US\$1,8 bilhão pela simples honra de ser proprietária de estatais. Considerando-se que o governo teve de levantar dinheiro no mercado para rolar sua dívida a taxas reais de 20 a 25% ao ano, percebe-se que as estatais, longe de serem um motor de crescimento, são uma forma de suicídio econômico.”

• “Dir-se-á que, se os dinossauros são gigolôs da União e não contribuintes suculentos, constituem um enorme patrimônio. Isso é verdade, mas esse patrimônio só será realizável quando os dinossauros forem privatizados, caso em que o país se beneficiaria de várias formas: a) auferiria caixa com a venda das empresas; b) livrar-se-ia do endividamento, transferindo-o para os particulares; c) passaria a ter lucros pela cobrança do imposto de renda; d) haveria maior capacidade de investimentos e, portanto, de geração de empregos.”

O objetivo desta seção é apresentar um conjunto de dados relativos às contas das empresas estatais federais, que servirão para aprofundar os pontos levantados por Campos e informar a discussão sobre os impactos fiscais da privatização. A maior parte da apresentação que segue se refere aos grandes grupos empresariais da União ou a agregados setoriais.⁶ A tabela 1 apresenta a distribuição das 185 empresas estatais federais existentes em 1989, às vésperas do lançamento do Programa Nacional de Desestatização, de acordo com essas duas classificações.⁷

Tabela 1
Número de empresas estatais existentes em 1989
Síntese

Grupos/empresas	Setores				Total
	Instituições financeiras	Siderurgia/mineração	Petroquímica/fertilizantes	Outros	
BB	5	2	-	4	11
BNDDES	3	4	-	1	8
Meridional	3	-	-	6	9
CEF	1	1	-	1	3
Outras instituições financeiras	4	-	-	-	4
Empresas típicas de governo	-	-	-	16	16
CVRD	-	6	-	9	15
Eletróbrás	-	-	-	9	9
Petrobras	-	4	12	7	23
Portobrás	-	-	-	9	9
RFFSA	-	-	-	4	4
Siderbrás	-	9	-	1	10
Telebrás	-	-	-	30	30
Hospitais	-	-	-	3	3
Outras empresas	-	1	-	30	31
Total	16	27	12	130	185

Fonte: Tabela A.1.

Esta seção se divide em quatro partes. Inicialmente, se apresenta a evolução das contas do setor produtivo estatal (SPE), destacando-se os quatro principais grupos: Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), Eletróbrás, Petrobras e Telebrás. A seguir, se examina a evolução do investimento e dos gastos com pessoal das estatais federais. A terceira parte desta seção ana-

⁶ Note-se que parte da análise considera apenas as empresas do chamado setor produtivo estatal (SPE), uma vez que as instituições financeiras não entram no cálculo oficial do déficit público. Na medida do possível, porém, incluem-se também as informações disponíveis sobre essas empresas.

⁷ O quadro A.1 do apêndice apresenta a lista completa dessas empresas.

lisa os dados de patrimônio líquido das estatais. A seção conclui com uma discussão sobre a rentabilidade das estatais e a significância dos dividendos recebidos pela União.

É importante levar em consideração que, por mais relevante que possa ser a privatização federal, o escopo da desestatização, do ponto de vista fiscal, deveria ir além das empresas federais, porque é nas empresas estaduais e municipais que se concentra o desequilíbrio das empresas estatais, conforme registrado pelas necessidades de financiamento do setor público (NFSP).⁸ A tabela 2 indica isso claramente, mostrando que, entre 1989 — primeiro ano para o qual há informações desagregadas disponíveis — e 1994, as empresas estatais estaduais e municipais apresentaram um déficit médio de 0,8% do PIB, ou seja, mais do que o déficit de 0,7% do PIB de todas as empresas estatais.⁹

Tabela 2
Necessidades de financiamento operacional das empresas estatais
(% do PIB)

Resultado operacional	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Empresas estatais	2,39	0,67	0,83	0,52	0,03	-0,36
Federais	0,57	0,07	0,76	-0,18	-0,68	-1,06
Estaduais e municipais	1,82	0,60	0,07	0,70	0,71	0,70

Fonte: Secretaria de Política Econômica, SPE.
(-) = superávit.

As contas do setor estatal¹⁰

A tabela 3 apresenta a evolução das contas de receita e despesa do setor produtivo estatal (SPE) no período 1980-93.¹¹ No apêndice (tabelas A.1 a A.4), são apresentados quadros similares referentes aos quatro principais grupos do SPE: Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), Eletrobrás, Petrobras e Telebrás.¹² As mudanças de classificação verificadas entre 1981-87 e 1988-93 dificultam parcialmente certas comparações.¹³ Entretanto, é possível fazer duas observações gerais:¹⁴

⁸ O conceito de “empresas estatais” do cálculo das NFSP abrange o conjunto das empresas federais, estaduais e municipais.

⁹ As empresas estatais federais tiveram um superávit médio de 0,1% do PIB no período.

¹⁰ No resto do artigo, salvo alusão em contrário, a expressão “estatal” deve ser subentendida como “estatal federal”.

¹¹ Cabe esclarecer que as necessidades de financiamento das empresas estatais que entram no cálculo das NFSP não são iguais à simples diferença entre receitas e despesas dessa tabela, na medida em que aquelas são afetadas por alguns ajustes, tais como a forma de apuração da correção monetária, a diferença entre as estatísticas de receita e despesa “acima da linha” e a variação do endividamento “abaixo da linha” etc.

¹² A desagregação de alguns dados dos anos mais recentes não era feita na primeira metade dos anos 80. Infelizmente, não foi possível reconstituir as estatísticas antigas com base na nova metodologia, pela inexistência da memória dos dados desagregados.

¹³ Além das mudanças de classificação, uma parte da série tem dados obtidos de acordo com o critério de competência e a outra parte tem dados baseados no critério de caixa. Também neste caso, é impossível ter uma série completa com base no mesmo critério de apuração.

¹⁴ Os dados de despesa com pessoal e investimentos serão analisados na próxima subseção.

a) houve uma nítida redução das despesas financeiras ao longo dos últimos anos; elas tinham chegado a 3,6% do PIB para o conjunto do SPE em 1989 e caíram a pouco mais de 1% do PIB em 1993;

b) da mesma forma, o subsídio do Tesouro, que foi expressivo no final dos anos 80, ficou reduzido a uma proporção ínfima do PIB nos anos 90.¹⁵

Da mesma forma que no caso do SPE como um todo, no caso dos principais grupos, individualmente considerados, tem-se um quadro similar, de queda dos subsídios e das despesas financeiras. No caso dessa variável, isso é um pouco mais diferenciado entre os grupos, na medida em que em alguns deles se trata de um fenômeno restrito aos últimos dois ou três anos. Mas, de qualquer forma, em todos os casos as despesas financeiras no final do período considerado pesavam significativamente menos que em 1989.

Em termos comparativos, é interessante destacar o fato de que, para o universo das empresas do SPE, de acordo com a última informação disponível, a soma do dispêndio com os itens de “materiais e produtos”, “serviços de terceiros” e “outras despesas correntes” — teoricamente, rubricas passíveis de sofrerem cortes de custos, associados a aumentos de eficiência — é de 7,2% do PIB. Conseqüentemente, um corte de 10% desses custos, supondo que possa ser feito sem sacrificar o nível de produção, implicaria uma redução de despesas de 0,7% do PIB.¹⁶ Isso corresponde a mais de 40% dos investimentos do SPE, o que dá uma idéia do potencial de ganho fiscal associado aos aumentos de eficiência das empresas estatais.

A queda dos investimentos e os gastos com pessoal

A tabela 4 apresenta a evolução dos investimentos das empresas estatais federais como proporção do PIB no período 1980-94. É possível identificar três períodos distintos. No triênio 1980-82, como conseqüência dos esforços associados aos projetos do II PND, os investimentos das empresas estatais foram, em média, de quase 5% do PIB — 4,9% do PIB, para sermos exatos. A partir de 1983 até o final da década de 80, o investimento caiu de forma praticamente ininterrupta — com apenas um pequeno salto em 1987, logo depois revertido — até menos de 2% do PIB. Nos anos 90, por sua vez, ele oscilou em torno desse nível, com uma média de 2,1% do PIB durante 1991-94.¹⁷

A evolução do conjunto das estatais esconde algumas particularidades. Os sistemas Petrobras — individualmente, o mais importante até 1988 —, CVRD, Siderbrás e o setor ferroviário seguem de perto, *grosso modo*, o resultado agregado, com quedas significativas em dois estágios.¹⁸ Já os investimentos dos setores elétrico — Eletrobrás e Itaipu — e portuário permanecem relativamente elevados até o final da década de 80, quando iniciam um processo

¹⁵ Repare-se que, com o avanço da privatização e o enxugamento de alguns órgãos, é natural que todas as variáveis do SPE percam peso em relação ao PIB. No caso das variáveis em questão, entretanto, esse movimento foi muito mais acentuado.

¹⁶ O efeito do corte de despesas sobre o resultado das empresas como um todo não é automático, pois parte das “outras despesas” é de compras não comprimíveis de petróleo feitas pela Petrobras, e há gastos intra-estatais — por exemplo, despesas da Petrobras com energia vendida pela Eletrobrás. Portanto, no raciocínio exposto, o corte de 10% teria de ser líquido desses efeitos.

¹⁷ A tabela 4 apresenta pequenas diferenças em relação aos dados de investimento apresentados no apêndice, por ser fruto de uma tabulação especial feita pela Sest após a publicação dos dados originais nos relatórios. De qualquer forma, as diferenças são pouco significativas.

¹⁸ Observe-se que a queda dos investimentos públicos em siderurgia em 1992-94 explica-se em larga medida pela privatização.

Tabela 3
Recursos e dispêndios das empresas estatais
(% do PIB)

Discriminação	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Recursos	16,53	19,33	19,41	21,75	22,17	20,57	17,89	20,98	22,81	21,08	16,96	17,44	18,39	15,50
Receita operacional	11,67	12,93	12,45	14,01	15,39	13,61	11,95	13,34	18,07	18,06	15,60	16,12	17,45	15,95
Receita não-operacional	1,52	1,98	0,88	1,39	1,37	1,34	0,54	0,44	0,96	0,58	0,19	0,47	0,33	0,42
Recursos do tesouro ¹	1,20	1,64	1,37	1,12	1,19	1,21	1,62	3,07	2,27	0,80	0,08	0,47	0,13	0,11
Crédito	3,05	3,48	3,82	2,57	4,33	2,40	1,45	2,24	0,94	0,72	0,40	1,06	0,45	0,60
Outros	-0,55	0,04	1,30	2,83	0,26	2,33	2,58	1,89	0,58	0,92	0,69	-0,68	0,03	-1,59
(-) Transferências ²	0,35	0,74	0,41	0,18	0,37	0,31	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dispêndios														
Capital	6,37	7,19	6,36	6,19	6,31	6,36	6,18	7,66	6,68	4,25	2,91	4,08	3,50	2,81
Investimentos	4,53	5,41	5,07	4,01	3,71	3,31	2,96	3,69	3,12	2,67	1,72	2,28	2,30	1,86
Amortizações	1,01	0,97	0,92	1,60	1,97	2,20	2,65	3,59	2,52	1,13	0,80	0,87	0,60	0,53
Outros	1,08	1,16	0,75	0,70	0,94	1,02	0,75	0,38	1,04	0,46	0,38	0,94	0,61	0,42
(-) Transferências ²	0,25	0,35	0,37	0,13	0,30	0,18	0,18	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Correntes	10,16	12,14	13,00	15,55	15,84	14,18	11,57	13,32	16,13	16,83	14,05	13,36	14,89	12,68
Pessoal ¹	2,01	2,29	2,42	2,21	1,96	2,02	2,05	2,38	2,80	3,60	2,46	2,21	2,23	2,07
Financeiras	0,85	1,35	1,97	2,48	2,87	2,75	1,99	2,53	2,38	3,55	3,03	2,43	2,86	1,13
Outros	7,39	8,64	8,66	10,91	11,08	9,54	7,60	8,41	10,95	9,68	8,56	8,71	9,79	9,47
Materiais e produtos	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4,06	3,31	3,20	2,43	2,50	2,12
Serviços de terceiros	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1,35	1,36	1,13	1,13	1,13	0,94
Trib. impostos parafiscais	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,39	2,32	2,19	2,86	2,66	2,29
Outros	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,14	2,69	2,04	2,29	3,50	4,12
(-) Transferências	0,10	0,14	0,04	0,05	0,07	0,13	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Sest	16,53	19,33	19,37	21,74	22,15	20,53	17,75	20,98	22,81	21,08	16,96	17,44	18,39	15,50
Aplicações CMN	0,00	0,00	0,05	0,01	0,03	0,04	0,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total dispêndios	16,53	19,33	19,41	21,75	22,17	20,57	17,89	20,98	22,81	21,08	16,96	17,44	18,39	15,50

Fonte: Sest.

¹ Inclui subsídios.

² Valores líquidos.

n.d.: não-disponível.

Tabela 4
Investimento das empresas estatais federais: 1980-94
(% do PIB)

Setores	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Sistema financeiro	0,09	0,12	0,13	0,09	0,09	0,09	0,07	0,09	0,13	0,27	0,10	0,08	0,07	0,12	0,12
Sistema CVRD	0,15	0,36	0,44	0,30	0,38	0,41	0,26	0,14	0,14	0,16	0,11	0,07	0,09	0,07	0,06
Sistema Eletrobrás	0,83	0,88	0,79	0,65	0,88	0,73	0,56	1,09	0,80	0,66	0,34	0,45	0,46	0,32	0,26
Sistema Petrobras	1,01	1,34	1,55	1,29	1,07	1,00	1,00	1,01	0,82	0,57	0,47	0,62	0,62	0,54	0,44
Sistema Telebrás	0,41	0,50	0,54	0,47	0,44	0,41	0,46	0,50	0,57	0,71	0,52	0,76	0,85	0,75	0,66
Setor portuário	0,09	0,06	0,10	0,06	0,06	0,04	0,04	0,05	0,05	0,08	0,00	0,02	0,04	0,02	0,01
Setor siderúrgico	0,90	0,82	0,58	0,36	0,16	0,15	0,18	0,21	0,13	0,12	0,08	0,06	0,02	0,00	0,00
Setor ferroviário	0,33	0,37	0,24	0,17	0,17	0,13	0,13	0,16	0,14	0,06	0,04	0,04	0,05	0,02	0,01
Itaipu binacional	0,46	0,48	0,41	0,30	0,24	0,21	0,21	0,31	0,30	0,26	0,15	0,14	0,15	0,13	0,02
Outras empresas	0,19	0,25	0,26	0,36	0,17	0,11	0,10	0,11	0,27	0,13	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02
Total	4,46	5,17	5,03	4,05	3,65	3,28	3,00	3,67	3,35	3,02	1,90	2,33	2,42	1,98	1,58

Fonte: Sest.

de queda acentuada. O sistema financeiro estatal mantém certa estabilidade dos seus investimentos, passando ao largo das vicissitudes que afetaram as demais estatais.¹⁹ Finalmente, o sistema Telebrás não apenas não apresenta queda, como de fato expandiu seus investimentos entre 1980 e 1994, tornando-se o primeiro setor, no que diz respeito ao investimento estatal, desde 1989.²⁰

As tabelas 5 e 6 fornecem um panorama dos gastos com pessoal nas empresas estatais. A tabela 5 apresenta a relação despesas com pessoal/despesas com investimento no período 1980-94, mostrando que há um *trade-off* relevante entre os dois tipos de despesa expressos no numerador e no denominador. Como nesse período as despesas com pessoal mantiveram-se relativamente estáveis como proporção do PIB, a queda dos investimentos se traduziu em uma substancial elevação da relação mostrada na tabela. Observe-se, em particular, que a média dessa relação dos últimos quatro anos — para evitar distorções pontuais que podem decorrer de se tomar como referência apenas um ano específico —, correspondente a 1,04, foi de mais de duas vezes a média de 0,47, registrada nos primeiros quatro anos da série (1980-83) e que se mostrava consistente com a natureza capital-intensiva das tecnologias de produção da maior parte das empresas estatais, naquela época. Os valores da tabela sugerem que há um escopo importante para realocação de gastos no setor produtivo estatal, como, de resto, é comprovado pela experiência de várias das empresas privatizadas até agora.

Tabela 5
Empresas controladas pela Sest
Despesas com pessoal/despesa com investimento*

Ano	Relação	Ano	Relação
1980	0,44	1988	0,90
1981	0,42	1989	1,35
1982	0,48	1990	1,43
1983	0,55	1991	0,97
1984	0,53	1992	0,97
1985	0,61	1993	1,12
1986	0,69	1994	1,09
1987	0,74		

Fonte: Sest.

* Exclui as instituições financeiras federais.

¹⁹ Da mesma forma que no caso das telecomunicações, isto é reflexo das enormes transformações tecnológicas do setor durante os últimos 15 anos, que exigiram um esforço importante de investimento.

²⁰ O fato explica por que o setor de comunicações apresentou a impressionante taxa de crescimento real acumulada de 483% entre 1980 e 1994, de acordo com as contas nacionais do IBGE.

Tabela 6
Despesas com pessoal e investimentos das estatais: 1994

Empresa/grupo	Gasto com pessoal (% do PIB)	Nº de empregados	Índice de despesa com pessoal por empregado (média = 1,00)	Investimento (% do PIB)	Gasto com pessoal/investimento
CVRD	0,11	21.263	0,92	0,06	1,94
Eletrobrás ¹	0,24	44.245	0,97	0,26	0,93
Petrobras	0,38	54.551	1,24	0,44	0,87
Telebrás	0,38	109.497	0,63	0,66	0,58
Basa	0,03	4.207	1,13	0,00	27,91
BB ²	1,40	119.370	2,11	0,08	17,02
BNB	0,07	5.465	2,24	0,00	79,35
BNDES	0,03	2.062	2,67	0,00	58,79
CDC	0,00	600	0,45	0,00	16,23
CDP	0,00	543	0,72	0,00	15,23
CDRJ ³	0,01	3.147	0,84	0,00	6,15
CEF	0,61	113.005	0,97	0,03	23,83
CMB	0,01	2.164	0,95	0,00	6,99
Codeba	0,00	764	0,73	0,00	2,09
Codern	0,00	1.032	0,66	0,00	2,01
Codesa	0,00	596	1,02	0,00	3,54
Codesp	0,04	6.567	1,11	0,00	9,76
Codomar	0,00	444	0,85	0,00	1,34
Dataprev	0,03	5.226	0,99	0,00	36,31
ECT	0,13	82.333	0,29	0,01	13,52
Emgepron	0,00	1.997	0,45	0,00	-
Finep	0,00	829	0,97	0,00	79,67
Imbel	0,00	2.800	0,14	0,00	17,51
Infraero	0,02	17.953	0,25	0,00	19,47
IRB	0,03	2.542	2,34	0,00	182,72
Lloydbrás	0,01	791	1,27	0,00	9.899,50
Meridional ²	0,04	10.657	0,67	0,01	5,73
RFFSA ⁴	0,12	58.215	0,38	0,01	9,83
Tasa	0,01	2.922	0,51	0,00	105,20
Outras	0,06	7.312	1,55	0,02	3,16
Total	3,80	683.099	1,00	1,58	2,40

Fonte: Sest.

¹ Exclui Cepel.

² Refere-se apenas às instituições financeiras controladas. Não inclui outro tipo de empresas.

³ O dado referente ao número de empregados da CDRJ corresponde à posição de 1993.

⁴ Inclui Agéf, CBTU e Trensurb.

Já a tabela 6 é uma fotografia das despesas com pessoal e investimento em 1994 e permite fazer uma análise mais desagregada da relação entre ambas, que varia consideravelmente de uma empresa para outra. Na mesma tabela, o índice relativo de despesa com pessoal por empregado demonstra que os gastos com pessoal também variam significativamente de uma empresa para outra, o que, em certa medida, se explica pelos diferenciais de qualificação dos próprios empregados.²¹ Em particular, nota-se que a despesa por empregado é maior no setor financeiro, sendo que, em alguns casos, o valor elevado desse índice relativo é explicado pela escassa relevância do contingente de beneficiados.²²

*O valor patrimonial das empresas*²³

O objetivo desta seção é avaliar até que ponto é válida a idéia — muito ventilada no debate sobre política econômica feito através da imprensa — de que a venda de estatais permitiria arrecadar um volume de recursos para até mesmo quitar toda a dívida mobiliária federal, atualmente da ordem de R\$100 bilhões.

No ano de 1994, o patrimônio líquido total das empresas estatais de âmbito federal — incluindo o setor financeiro estatal — somava US\$158 bilhões (ver a tabela A.5 do apêndice).²⁴ A tabela 7 apresenta o valor referente apenas ao patrimônio líquido da União, calculado pela multiplicação do patrimônio líquido total pela participação da União no capital total (tabela A.6 do apêndice).²⁵

Como se pode observar, o patrimônio líquido da União — excluindo a participação dos sócios minoritários — é de 56% daquele total, sendo inferior a US\$90 bilhões. Neste universo mais restrito, a soma da CVRD, Eletrobrás, Petrobras e Telebrás responde por 58% da soma do valor patrimonial das 29 empresas/grupos considerados. Da observação desses da-

²¹ A esse respeito ver Pinheiro & Ramos (1994).

²² Observe-se, por exemplo, que um aumento de 10% da despesa por empregado de todo o setor financeiro estatal, com exceção do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, tem um impacto macroeconômico ínfimo, da ordem de 0,02% do PIB. Já o mesmo aumento de 10% sobre a soma das despesas com pessoal daquelas duas instituições — cujas despesas com pessoal, somadas, são de 2,0% do PIB — representa um impacto macroeconômico de 0,20% do PIB, ou seja, 10 vezes maior, o que leva o governo a ser mais cauteloso por ocasião do reajuste da data-base anual. Embora os reajustes salariais do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal não afetem as NFSP — pelo fato destas se referirem ao setor público não-financeiro —, eles exercem um efeito-demonstração importante sobre os reajustes das empresas estatais não-financeiras.

²³ Os dados desta seção excluem as informações referentes a: empresas controladas (na medida em que elas aparecem nas empresas controladoras); entidades típicas de governo; empresas originariamente estatais que foram privatizadas até 1994; hospitais federais; empresas com informação incompleta ou sem informação. Nas tabelas, os dados da CVRD, Eletrobrás, Petrobras e Telebrás referem-se aos respectivos grupos, isto é, correspondem à *holding* como um todo. A mesma observação é válida para os casos do Banco do Brasil, BNDES e Meridional. A diferença de composição entre as tabelas desta seção e da próxima e a tabela 6 é, essencialmente, o item "outras" desta, que basicamente inclui dados de Itaipu e de empresas controladas que não as pertencentes a algum dos quatro grandes grupos mencionados no início desta mesma nota.

²⁴ As tabelas em dólares desta e da próxima seção, bem como do apêndice, referem-se aos valores de balanço calculados a preços de dezembro e divididos pela taxa de câmbio de fim de período, a cada ano. Conseqüentemente, a comparação entre os anos é afetada pela evolução da taxa de câmbio real ao longo do tempo.

²⁵ A legislação brasileira permite que um investidor detenha o controle de uma empresa sendo proprietário de apenas 16,67% do seu capital (50% mais uma ação das ações ordinárias, que podem ser de apenas 33,33% do capital total). Cabe ressaltar que a tabela A.6 do apêndice refere-se à participação direta da União. A participação indireta, porém, em algumas empresas é maior (caso no qual a União é detentora do controle de uma empresa *x* que participa do capital de uma empresa *y*).

dos, conclui-se que o valor patrimonial total da empresa está longe de ser uma *proxy* do que o Tesouro Nacional pode vir a arrecadar no processo de privatização dessa empresa.²⁶

Tabela 7
Patrimônio líquido da União por empresa
(US\$ mil)

Empresa	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Companhia Vale do Rio Doce	1.379.720	1.723.818	1.251.443	3.234.450	3.441.558	3.349.613	4.960.100
Eletrobrás	7.801.666	9.273.948	6.949.907	17.773.028	20.005.148	20.595.151	31.236.426
Petrobras	3.721.649	4.356.679	2.988.990	5.926.093	6.218.353	6.362.082	9.672.451
Telebrás	2.389.319	2.386.200	1.439.826	2.296.484	3.161.074	3.487.720	4.959.180
Basa	41.665	45.768	17.299	1.253	9.841	9.906	31.352
Banco do Brasil	1.495.736	1.606.827	1.072.391	1.363.732	1.804.037	1.884.412	1.985.589
BNB	73.965	79.636	53.233	82.834	151.543	73.717	109.280
BNDES	4.187.197	5.300.855	3.613.202	6.149.926	8.172.614	8.405.422	13.078.338
CDC	16.629	17.909	12.822	22.092	24.723	24.741	41.543
CDP	7.462	910	41.062	91.253	95.052	79.292	102.851
CDRJ	119.481	230.210	346.761	346.739	343.146	311.962	389.094
CEF	1.684.204	4.236.313	4.213.535	3.311.907	839.080	1.046.539	2.019.706
CMB	95.989	100.631	64.629	88.313	112.270	107.166	169.547
Codeba	40.490	67.652	56.370	97.224	108.444	111.485	156.171
Codern	12.857	15.873	12.168	29.531	19.200	4.723	88.184
Codesa	16.885	19.436	4.162	26.279	34.304	43.650	56.756
Codesp	102.708	165.778	118.957	474.691	538.353	497.013	753.858
Codomar	18.404	43.066	43.851	82.333	88.900	89.195	131.177
Dataprev	32.507	38.663	28.289	43.015	46.659	33.090	55.278
ECT	146.506	144.128	116.599	279.803	305.793	276.972	455.544
Emgepron	1.031	1.435	1.487	2.010	3.040	4.107	8.372
Finep	15.665	36.446	12.870	20.161	27.367	80.028	234.718
Imbel	49.267	60.249	34.786	65.670	64.282	43.866	29.654
Infraero	33.987	35.903	21.787	33.711	36.770	36.925	55.801
IRB	160.086	190.161	122.096	179.284	175.213	201.263	204.897
Lloydbrás	-283.250	-284.333	-369.584	28.494	-138.968	-256.457	17.636
Meridional	150.495	192.861	138.376	183.548	176.078	216.627	345.674
RFFSA	6.647.520	6.998.645	3.277.779	7.868.825	8.252.902	12.819.521	16.719.607
Tasa	18.677	21.498	15.226	21.507	24.637	25.453	37.315
Total	30.178.517	37.107.164	25.700.319	50.124.191	54.141.416	59.965.183	88.106.098

²⁶ Tome-se, como exemplo, a Telebrás: mesmo que ela fosse vendida como um todo, a parcela da União no capital total — 23% — representa um patrimônio líquido da União de US\$5 bilhões, ou seja, US\$17 bilhões inferior aos US\$22 bilhões do patrimônio líquido total da *holding*.

Mesmo expurgando a participação dos sócios minoritários, o patrimônio líquido da União também não é uma medida precisa do que pode ser arrecadado com a privatização nos próximos anos. Primeiro, porque há grupos como a Petrobras, o BNDES, o Banco do Brasil ou a Caixa Econômica Federal que, sem entrar no mérito acerca da decisão, não serão privatizados no horizonte visível. Segundo, porque mesmo em alguns dos setores a serem privatizados, o Estado continuará a ter uma participação societária, como ilustrado, por exemplo, pela decisão de vender as telefônicas de atuação local, mas não a Embratel; ou pelos entraves legais à venda da parcela brasileira de Itaipu.²⁷ Terceiro, porque o valor patrimonial em alguns casos ultrapassa largamente o valor que, realisticamente, poderia ser arrecadado na venda das empresas.²⁸ E quarto, porque em alguns casos, como o da Rede Ferroviária Federal (RFFSA), não se cogita vender os ativos e sim apenas outorgar uma concessão para exploração pela iniciativa privada.²⁹

Feitas todas essas qualificações, conclui-se então que o potencial de arrecadação por parte da União, em função das privatizações a serem feitas até o final da década, embora da ordem de grandeza de dezenas de bilhões de dólares, é muito inferior ao valor patrimonial total das empresas estatais.³⁰

Lucratividade e dividendos: a sub-remuneração do Tesouro

As tabelas 8 e 9 apresentam duas medidas de rentabilidade das empresas estatais.³¹ A primeira mostra o quociente entre o lucro do período e o patrimônio líquido, e a segunda, a razão da divisão dos dividendos propostos pelo patrimônio líquido.³² O valor da parcela dos dividendos correspondente à União encontra-se na tabela A.7 do apêndice. Os dividendos totais dos acionistas podem ser calculados dividindo os dividendos da União pela participação da União no capital total. A tabela 9 decorre da divisão dos dados da tabela A.7 do apêndice pelos dados correspondentes de cada empresa na tabela 7.

Na tabela 8, constata-se que:

a) o SPE como um todo teve uma rentabilidade média *negativa*, no período 1981-94, de 2,5% do capital, como consequência da combinação de uma rentabilidade média — positiva — de

²⁷ As parcelas da Eletrobrás e da Telebrás que deverão permanecer em mãos da União representam um valor da ordem de 10 a 20% dessas empresas.

²⁸ A Eletrobrás, por exemplo, teve uma cotação em bolsa, em 1995, da ordem de 20 a 25%, apenas, do seu valor patrimonial.

²⁹ Observe-se que só o valor patrimonial associado à RFFSA na tabela 7 representa em torno de 20% do total.

³⁰ Considere-se o caso da Eletrobrás. Seu valor patrimonial é de US\$65 bilhões. Contudo, a participação da União é de apenas 48% do capital total. Admita-se ainda que só 85% da empresa sejam vendidos — na medida em que algumas empresas da *holding* continuem em poder da União — e que o valor de venda da empresa no leilão seja de 40% do valor patrimonial, o que, lembremos, é quase o dobro do coeficiente valor de mercado/valor patrimonial observado em 1995. Nesse caso, a receita de privatização seria de apenas US\$65 bilhões \times 0,48 \times 0,85 \times 0,40 = US\$11 bilhões, número expressivo, sem dúvida, porém equivalente apenas a pouco mais de 15% do valor patrimonial total do grupo.

³¹ Em ambos os casos, incluindo o setor financeiro estatal federal.

³² O conceito de lucro adotado foi o lucro (prejuízo) líquido do exercício, após as provisões para o imposto de renda e para a remuneração das participações acionárias.

6,5% dos principais grupos (CVRD, Eletrobrás, Petrobras e Telebrás) e uma rentabilidade média de *menos* 29,1% das demais empresas;³³

Tabela 8
Setor produtivo estatal: lucro sobre patrimônio líquido
(%)

Empresa	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Setor produtivo estatal ¹	6,0	1,7	0,7	4,0	-3,6	5,3	-11,1	-4,8	-0,2	-25,8	-1,5	-1,7	-7,8	4,2
Principais grupos ²	13,9	11,1	7,5	10,4	10,2	12,8	1,0	4,4	5,4	5,1	0,0	1,8	3,3	4,2
CVRD	12,8	10,4	10,5	22,6	12,9	8,3	-6,4	7,8	21,8	4,3	4,0	4,5	4,0	6,7
Eletrobrás	15,2	12,9	10,8	8,0	3,8	9,6	-0,8	1,3	3,2	1,5	0,4	1,6	1,1	2,8
Petrobras	11,1	7,2	6,6	7,6	18,9	22,9	1,2	3,8	1,5	8,8	-2,0	0,0	5,1	9,1
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
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

¹ Exclui instituições financeiras.

² CVRD, Eletrobrás, Petrobras e Telebrás.

Tabela 9
Rentabilidade da União (dividendos da União/patrimônio líquido da União)
(%)

Empresa	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Companhia Vale do Rio Doce	1,9	5,2	1,2	1,1	0,6	0,7	1,1
Eletrobrás	0,2	0,3	0,4	0,0	0,3	0,2	0,4
Petrobras	2,9	1,0	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
Basa	5,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banco do Brasil	4,6	0,6	2,9	2,2	2,5	4,3	0,7
BNDES	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BNB	3,2	0,7	0,8	0,1	0,0	0,8	0,7
CMB	0,0	0,0	1,7	0,0	0,0	0,9	0,0
Codern	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Infraero	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,1	0,5
IRB	1,1	1,2	0,4	1,1	0,0	0,1	0,0
Meridional	0,0	0,0	2,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Tasa	1,7	0,9	1,1	0,0	0,2	1,7	0,2
Média ponderada	0,8	0,5	0,4	0,2	0,4	0,3	0,3

³³ Nos relatórios da Sest, o universo dos "principais grupos" foi sendo modificado ao longo do tempo; entretanto, na tabela, os dados foram organizados de modo que a composição fosse sempre a soma dos mesmos quatro grupos. O universo das "demais empresas" — e, por extensão, do total —, porém, mudou muito ao longo do tempo, em função da privatização e das mudanças ocorridas na situação de uma série de órgãos.

b) entre os quatro grupos destacados, a CVRD tem sido a mais lucrativa, com uma rentabilidade média de 8,9% do patrimônio líquido, no período de 14 anos considerado, enquanto a Eletrobrás foi a menos lucrativa, com 5,1% de rentabilidade média;

c) houve uma queda importante de rentabilidade dos quatro grandes grupos a partir da segunda metade dos anos 80; enquanto no período 1981-86, o somatório dos quatro grandes grupos teve uma rentabilidade média de 11%, no período 1987-94 essa rentabilidade caiu para uma média de 3,2%.

A tabela 9, por sua vez, permite fazer as seguintes observações:³⁴

a) no conjunto das empresas estatais, a União teve uma rentabilidade do capital aplicado nas empresas estatais, na qualidade de acionista majoritário, de apenas 0,4%, em média, durante 1988-94;³⁵

b) a rentabilidade do capital da União, inclusive, caiu, tendo sido de 0,7% em 1988/89 e de apenas 0,3% em 1990-94;

c) mesmo no caso dos quatro grandes grupos, a rentabilidade da União foi irrisória, com uma média máxima de 1,7% (CVRD) no período de sete anos considerado;

d) quando se compara a rentabilidade média de 0,4% do capital aplicado pela União com a rentabilidade que se poderia esperar de uma empresa em circunstâncias “normais” de, por exemplo, 6% ao ano — que é a taxa de juros básica da economia, associada ao rendimento da poupança popular —, constata-se que o retorno médio que a União recebeu pela propriedade de empresas estatais foi de menos de 7% do que teria recebido se tais recursos — por hipótese — tivessem sido aplicados em um ativo com remuneração igual a de uma caderneta de poupança.

A estimativa do ganho que o Tesouro Nacional pode auferir com a privatização depende crucialmente de duas hipóteses a respeito do comportamento futuro da variável captada pela tabela 9:

a) que, caso a empresa continuasse sendo estatal, a rentabilidade do acionista majoritário continuaria sendo baixa;

b) que, sob controle privado, essa rentabilidade se tornaria maior.

É isso que está implícito quando se afirma, como em Campos (1995), que o patrimônio representado pelas empresas estatais só será realizável quando as empresas forem vendidas. Quando se faz o raciocínio de que “uma empresa vale X, mas só rende 0,4% de X para a União”, supõe-se que o setor privado estará de fato disposto a pagar X pela empresa. Isso, contudo, dependerá da expectativa que se tenha em relação ao fluxo de caixa futuro da em-

³⁴ As variáveis dessa tabela não incluem dados referentes ao período 1981-87.

³⁵ É natural que a rentabilidade, medida desta forma, seja menor no caso da União em relação ao setor privado, porque a legislação privilegia a concessão de dividendos aos detentores de ações preferenciais em detrimento das ordinárias, das quais a União possui a maioria. Isso, porém, não justifica a ocorrência de um retorno tão baixo quanto o exposto na tabela 9.

presa. O ganho para o acionista majoritário original (a União) será tanto maior quanto maior for a diferença entre a rentabilidade dos acionistas originais — no caso de a empresa continuar estatal — e a rentabilidade dos novos acionistas — no caso de a empresa ser desestatizada. É justamente esse ponto — as vantagens da privatização para a União — que será discutido nas seções 3 e 4 do trabalho.

3. O impacto fiscal da privatização: síntese do modelo adotado

Para analisar o argumento de Roberto Campos, vamos recorrer a um modelo construído a partir de outros semelhantes em Pinheiro e Giambiagi (1994), Pinheiro e Schneider (1995) e Hachette e Lüders (1993). Para isso, vamos medir o impacto fiscal total da privatização como soma de efeito imediato da venda do patrimônio público no período em ocorre a privatização (0) e os períodos seguintes ($t = 1, 2, \dots$), conforme:³⁶

$$\Delta N_0 = (1 - \alpha)(1 + \pi)V + A_0 - \Delta A_0^* - \Delta C_0 - \theta' r W_0 + \tau^p r^p W_0 + \theta' \Delta r W_0^* + \theta'(r^* + \Delta r)\Delta W_0^* \quad (1)$$

$$\Delta N_t = i\Delta D_{t-1} + \Delta i D_{t-1}^* + A_t - \Delta A_t^* - \Delta C_t - \theta' r W_t + \tau^p r^p W_t^p + \theta' \Delta r W_t^* + \theta'(r^* + \Delta r)\Delta W_t^*, \text{ para } t = 1, 2, 3, \dots \quad (2)$$

onde:

Δ indica a mudança ocorrida com a privatização;

N é a necessidade de financiamento do setor público (ΔN mede a *redução* em N obtida com a privatização);

α é a parcela das receitas da privatização utilizada para abater a dívida pública;

V é o valor econômico do patrimônio para o Estado;

$(1 + \pi)$ é a razão entre os valores econômicos do patrimônio alienado para o setor privado e o Estado;

A é o aporte de capital feito anualmente pelo Tesouro à empresa privatizada;³⁷

C são os gastos públicos correntes;

W_0 é o valor do patrimônio alienado;

³⁶ Supõe-se, por uma questão de simplicidade, que a dívida é abatida sem deságio e que o governo é capaz de se apropriar inteiramente do diferencial de valorização da empresa para ele e para o investidor privado. Para uma discussão sobre essas questões, ver Pinheiro & Landau (1995).

³⁷ A rigor, o aporte de capital por si não gera um aumento do déficit do setor público como um todo. Assume-se, implicitamente, porém, que esses recursos são utilizados para uma elevação dos gastos das empresas. Um raciocínio similar aplica-se ao caso da não-distribuição de dividendos.

r é a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido obtida pelo Estado, antes do pagamento de impostos;

θ é a parcela do retorno distribuída como dividendo pela estatal;

τ é a taxa de imposto sobre o retorno estatal;

$\theta' = (\tau + (1 - \tau) \theta)$ corresponde à parcela do retorno da empresa transferida para o Tesouro sob a forma de impostos e dividendos;

as variáveis com o superscrito p têm a mesma definição acima, mas referem-se à empresa nas mãos do setor privado; em particular, $(\theta'^p = (\tau^p + (1 - \tau^p) \theta^p))$;

ΔA^* , ΔW_0^* , r^* e Δr representam, respectivamente, a mudança no volume de transferências para as estatais remanescentes, que pode passar a ocorrer com as receitas da privatização, o patrimônio detido pelo Estado nas empresas que permanecem estatais, a rentabilidade auferida sobre este patrimônio remanescente e a mudança de rentabilidade que pode ser motivada pela privatização (o asterisco é usado para caracterizar as variáveis relativas às empresas que permanecem estatais);

D é a dívida do setor público;

i é a taxa de juros paga sobre a dívida pública abatida com a privatização;

V é o valor econômico do patrimônio líquido alienado do ponto de vista do Estado.³⁸

Na equação (1) tem-se que, no período em que a estatal é vendida, as necessidades de financiamento do setor público são reduzidas como resultado:

- a) das receitas não utilizadas para abater dívida $((1 - \alpha) (1 + \pi)V)$;
- b) de não mais ser necessário fazer aportes de capital para a empresa (A_0);
- c) do pagamento de impostos pela ex-estatal $(\tau^p r^p W_0)$;
- d) da melhoria de rentabilidade das empresas que permanecem com o Estado $(\theta' \Delta r W_0^*)$;
- e) do retorno sobre investimentos feitos com as receitas da privatização $(\theta' (r^* + \Delta r) \Delta W_0^*)$.

³⁸ Nesta seção, bem como na próxima, supõe-se que os recursos da venda das ações são, de fato, recebidos pelo proprietário das ações. No caso da União, isto é imediato quando a empresa vendida é controlada por ela, como a Vale do Rio Doce, por exemplo. Quando, porém, a empresa vendida é uma controlada de uma controladora (a Elettronorte, que pertence à Eletrobrás, para citar um caso), controladora esta controlada da União, na prática, a situação é um pouco mais complexa, porque os recursos decorrentes da venda pura e simples das ações ficam no caixa da empresa controladora. A modelagem adotada, conseqüentemente, é uma simplificação da realidade. É importante registrar que o impacto fiscal da privatização depende, então, da modelagem de venda e, especialmente, do destino final dos recursos e da relação entre a empresa controladora e a União. Em última instância, entretanto, a simplificação feita tende a captar os traços principais da realidade, supondo que, mais cedo ou mais tarde, a controladora entregue o resultado da venda das ações à União, tendo como contrapartida uma redução do capital desta aplicado na controladora, com uma diminuição simultânea do ativo e do patrimônio líquido da empresa.

E essas necessidades são elevadas:

- a) do uso das receitas da privatização para fazer aportes em outras empresas (ΔA_0^*);
- b) para aumentar gastos correntes (ΔC_0);
- c) em função do fim do fluxo de dividendos e impostos pagos pela empresa quando esta deixa de ser estatal ($\theta' r W_0$).³⁹

Na equação (2) tem-se essencialmente os mesmos fatores de contração e expansão das necessidades de financiamento do setor público com a privatização. Somam-se a esses, porém, os impactos sobre o pagamento de juros resultantes do abatimento da dívida: o primeiro, pela redução do estoque da dívida (tanto em função do resgate feito diretamente quanto da menor necessidade de financiamento nos períodos anteriores) e o segundo pela diminuição da taxa de juros sobre a dívida remanescente.

Além das equações (1) e (2), valem as seguintes relações:

$$\Delta D_t = \alpha(1 + \pi)V + \lambda(\Delta N_{t-1} + \dots + \Delta N_0), \quad t = 1, 2, 3, \dots \quad (3)$$

$$W_t = W_{t-1} + A_t + (1 - \theta')rW_{t-1}, \quad t = 1, 2, 3, \dots \quad (4)$$

$$W_t^p = W_{t-1}^p + A_t^p + (1 - \theta^p)r^p W_{t-1}^p, \quad t = 1, 2, 3, \dots \quad (5)$$

$$W_t^* = W_{t-1}^* + A_t^* (1 - \theta')(r^* + \Delta r)W_{t-1}^*, \quad t = 1, 2, 3, \dots \quad (6)$$

$$\Delta W_t^* = \Delta W_{t-1}^* + \Delta A_t^* + (1 - \theta^p)(r^* + \Delta r)\Delta W_{t-1}^*, \quad t = 1, 2, 3, \dots \quad (7)^{40}$$

$$V = rW_0(1 + \delta) / \delta \quad (8)$$

$$V^p = r^p(1 - \tau^p)W_0(1 + \delta^p) / \delta^p \quad (9)$$

$$1 + \pi = V^p / V = \left[r^p (1 - \delta^p) (1 + \delta^p) / r(1 + \delta) \right] \left[\delta / \delta^p \right] \quad (10)$$

onde:

λ é a parcela de N financiada com emissão de dívida,⁴¹

δ e δ/δ^p são as taxas de desconto intertemporal do governo e do setor privado, respectivamente;

³⁹ É possível introduzir no modelo o pagamento de impostos sobre as receitas da empresa. A melhor maneira de fazê-lo seria supondo uma relação estável entre receitas e patrimônio, que poderia ser diferente conforme a empresa fosse estatal ou privada. Isto não é feito aqui para não sobrecarregar ainda mais o modelo.

⁴⁰ Note que $\Delta W_0^* = \Delta A_0^*$.

⁴¹ Observe que $0 \leq \lambda \leq 1$, refletindo os fatos de que parte do déficit é financiado com a emissão de moeda e que, sem as receitas da privatização, o esforço de redução do déficit será provavelmente maior.

VP é o valor econômico do patrimônio líquido alienado do ponto de vista do investidor privado.

A equação (3) reflete o fato de que o impacto da privatização sobre a dívida decorre não apenas do resgate que é efetuado no momento da venda, como também das reduções nas necessidades de financiamento dela resultantes. Nas equações (4) e (5) o patrimônio líquido das estatais vendidas aumenta a cada ano com os novos aportes feitos pelos seus proprietários e pela retenção de lucros. O mesmo vale nas equações (6) e (7) para as empresas que permanecem estatais. Nas equações (8) e (9) o valor econômico da empresa é dado como o fluxo descontado dos lucros futuros que se espera obter com ela, o qual nem sempre coincide com o patrimônio líquido investido na empresa no passado. Além disso, note que o retorno relevante, pela ótica do Estado, é antes dos impostos, enquanto para o investidor privado interessa o retorno líquido de taxação. O termo $(1 + \pi)$ reflete o fato de que a empresa pode ser vendida com ágio se seu valor econômico for maior para um empresário privado do que para o Estado.

A equação (1) reflete a redução imediata das necessidades de financiamento do setor público que pode ser obtida com a privatização. A equação (2) reflete o impacto nos períodos subsequentes à privatização. Para avaliar-se o saldo líquido do ajuste, deve-se somar os efeitos da privatização sobre N em todos os períodos. Como um superávit hoje vale mais do que outro de mesmo valor no futuro, é necessário usar um fator de desconto (δ).⁴² O valor presente (VP) do ajuste fiscal obtido com a privatização é dado por:

$$VP = \sum_{t=0}^{\infty} N_t / (1 + \delta)^t \quad (11)$$

Substituindo (1) a (10) em (11), e supondo-se, por uma questão de simplicidade, que a privatização não afeta a taxa de juros ($\Delta i = 0$),⁴³ e que A_t , A_t^p , A_t^* , ΔA_t^* , e ΔC_t se mantenham constantes do período 1 em diante, obtém-se:

$$\begin{aligned} VP = \frac{W_0}{\delta - i\lambda} & \left\{ \frac{(\delta(1 - \alpha) + i\alpha)(1 - \tau^p)(1 + \delta^p)r^p}{\delta^p} + \right. \\ (1 + \delta) & \left[\frac{A}{W_0} - \frac{\delta(\Delta A_0^* + \Delta C_0) + \Delta A^* + \Delta C}{(1 + \delta)W_0} - \frac{\theta' r}{\delta - (1 - \theta')r} \left[\delta + \frac{A}{W_0} \right] + \right. \\ & \left. \frac{\tau^p r^p}{\delta - (1 - \theta')r^p} \left[\delta + \frac{A^p}{W_0} \right] + \frac{W_0^*}{W_0} \frac{\theta'}{\delta - (1 - \theta')(r^* + \Delta r)} \right. \\ & \left. \left. \left[\Delta r \left[\delta + A^* / W_0^* \right] + (r^* + \Delta r) \left[\delta \Delta A_0^* / W_0^* + \Delta A^* / W_0^* \right] \right] \right\} \quad (12) \end{aligned}$$

⁴² δ reflete a urgência de reduzir o déficit.

⁴³ Observe que a equação (12) fornece, portanto, um limite inferior para o impacto fiscal da privatização.

O primeiro termo do lado direito reflete a redução no pagamento de juros com a dívida abatida com as receitas da privatização; o segundo, o efeito da redução líquida dos aportes (transferências) feitas pela União; o terceiro, o fim dos fluxos de impostos e dividendos recebidos da estatal; o quarto os impostos pagos pela empresa sob gestão privada; e o último, as mudanças no comportamento das companhias que permanecem estatais em função da privatização de outras empresas. Note-se, ainda, que VP é diretamente proporcional ao valor do patrimônio alienado e varia com o inverso da diferença entre a taxa de desconto intertemporal do setor público e a taxa de juros real efetiva com que este financia seus déficits.

4. Uma avaliação empírica: velhas teses, novos elementos

A utilização de modelos como o desenvolvido acima em análises empíricas esbarra usualmente na dificuldade em se obter estimativas confiáveis para os parâmetros. E esse não é um problema secundário: Pinheiro e Schneider (1995) mostram que é possível gerar todos os tipos de valores para VP dependendo da maneira que se avaliem os parâmetros de modelos como este. Neste sentido, os dados apresentados na seção anterior são uma contribuição importante em si mesma para o debate sobre o impacto fiscal da privatização. Assim, é possível utilizar a equação (12) e esses dados como base para analisar os argumentos levantados por Roberto Campos e também outras propostas que vêm sendo sugeridas para a utilização das receitas da privatização. É importante registrar, não obstante, que permanece um certo grau de arbitrariedade na fixação dos valores dos parâmetros e que, por isso, os resultados a seguir devem ser encarados com certa cautela.

Para avaliar o ponto de Campos, de que apesar de constituírem um elevado patrimônio, as empresas que estão sob controle estatal não contribuem para o ajuste fiscal, e que, portanto, seria melhor vender essas empresas e abater a dívida pública, vamos assumir que:

- a) todas as receitas são usadas no resgate da dívida ($\alpha = 1, \Delta C = \Delta C_0 = 0$ e $\Delta A_0^* = 0, \Delta A^* = 0$);
- b) nada muda na administração da empresa uma vez privatizada ($\tau^p = \tau, r^p = r, \theta^p = \theta, A^p = A$);
- c) a gestão das empresas que permanecem estatais não se altera ($\Delta r = 0$).

É fácil ver que, neste caso, o valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público é dado por:

$$VP = \frac{(1 + \delta)W_0}{\delta - i\lambda} \left\{ \frac{i(1 - \tau)r}{\delta} + \frac{A}{W_0} - \frac{\theta(1 - \tau)r}{\delta - (1 - \theta)r} \left[\frac{A}{W_0} + \delta \right] \right\} \quad (13)$$

Segue claramente de (13) que, para θ suficientemente pequeno, a privatização sempre terá um impacto fiscal positivo. Vale dizer, se as estatais distribuírem como dividendos uma parcela muito pequena de seus lucros, então a sua venda para o setor privado sempre trará um ganho fiscal para o Estado. Para avaliar a significância desse impacto, pode-se usar algumas estimativas para os valores das variáveis e parâmetros do modelo. Suponha-se que todo o patrimônio público nos quatro grandes grupos estatais seja vendido.⁴⁴ Para essas empresas,

⁴⁴ As demais empresas do setor produtivo estatal não são consideradas, pois no período recente apresentaram sistematicamente prejuízo, de forma que seu valor econômico seria, em princípio, negativo.

tem-se que: o patrimônio líquido da União (W_0) somava US\$50,8 bilhões em 1994; o lucro sobre o patrimônio após o pagamento de impostos ($r(1 - \tau)$) foi de 3,5% na média do período 1988-94; a razão dividendos/lucros foi de 14,5% (média de 1988-94, exclusive 1991); e o aporte de capitais (A) foi essencialmente nulo. No período 1991-95, a taxa média de juros reais (*over*) foi de 19%, valor que também se assumirá como valendo para a taxa de desconto intertemporal. Assume-se, ainda, que $\lambda = 0,75$ e $\tau = 0,30$.

Substituindo-se esses valores em (13), chega-se a uma estimativa do valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público resultante da privatização: US\$36,9 bilhões, ou cerca de 7,0% do PIB. Assim, caso o governo decida vender integralmente o patrimônio da União em seus quatro grandes grupos empresariais, o impacto fiscal da privatização seria bastante significativo.

Esses valores parecem dar razão a Roberto Campos. Como conciliá-los com os resultados de outros estudos que concluíram que a privatização não tinha um impacto fiscal significativo? Há duas respostas complementares para esta pergunta. A primeira diz respeito ao tamanho das empresas vendidas. Pinheiro e Giambiagi (1994), por exemplo, consideram apenas o impacto da alienação dos setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes, trabalhando com um total de receitas estimado de US\$7 bilhões, sendo 98% sob a forma de moedas-privatização. Considerando a venda de um patrimônio desta magnitude, e mantidas as demais hipóteses, obtém-se com o modelo acima um valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público de US\$5,4 bilhões, ou cerca de 1% do PIB, que é um valor bem próximo ao obtido pelos autores naquele trabalho.

A segunda e principal razão para a diferença de resultados diz respeito ao valor de θ , a parcela dos lucros distribuída sob a forma de dividendos. A maior parte dos trabalhos assume implicitamente que $\theta = 1$, o que, como se mostrou na seção anterior, não corresponde à realidade brasileira. Os lucros retidos, apesar de contribuírem, como colocado por Roberto Campos, para acumular patrimônio público, dão apenas uma contribuição marginal ao financiamento do déficit público. É fácil ver que o tamanho do impacto fiscal da privatização depende fundamentalmente do valor de θ , caindo significativamente conforme este sobe. Em particular, mantidas as hipóteses acima, segue diretamente de (13) que $VP = 0$ para $\theta = 1$.

Obviamente, esta constatação tem implicações que transcendem o programa de privatização em si. Assim, por exemplo, Hachette e Lüders (1993:34-5) observam que o governo Pinochet, além de criar um ambiente regulatório que estimulasse as empresas privadas e estatais a serem eficientes, exigiu desde cedo que as estatais chilenas distribuíssem uma elevada parcela de seus lucros como dividendos (chegando a 100% como norma na década de 80), e apenas aprovando novos investimentos após estes serem cuidadosamente avaliados. O problema no caso brasileiro é que, como a União detém apenas uma parcela do patrimônio das estatais, muitas vezes sendo minoritária em termos do capital total, o *trade-off* entre os benefícios fiscais dos dividendos e a necessidade de investimentos é mais agudo que no Chile.⁴⁵

É importante registrar também que a redução nas necessidades de financiamento do setor público estimada acima atinge apenas 61% da que resulta da aritmética mais simples sugerida pelo artigo de Campos, usando os mesmos valores dos parâmetros. Note-se, também, que o impacto fiscal é distribuído ao longo dos anos: apenas 11,2% do valor presente da redução

⁴⁵ Por exemplo, suponha que a Telebrás tenha um lucro de US\$1 bilhão, valor igual ao que o governo entende que deve ser investido no setor. Se todo o lucro for distribuído como dividendos, o Estado recebe cerca de US\$250 milhões, tendo depois de aportar US\$1 bilhão para financiar os investimentos necessários. A não-distribuição de dividendos é uma forma de forçar todos os acionistas a financiar novos investimentos.

das necessidades de financiamento resultante da privatização ocorrem nos anos 0 a 3.⁴⁶ Um presidente que resolvesse privatizar no primeiro ano de seu mandato (ano 0) se beneficiaria de apenas 11,2% do ganho fiscal acumulado dessa medida; ou seja, teria uma redução média anual descontada nas necessidades de financiamento do setor público de 0,2% do PIB.

Cabe relaxar essencialmente cinco das restrições já mencionadas. A primeira diz respeito à suposição de que a rentabilidade da empresa seja a mesma como estatal ou privada. De fato, espera-se que com a privatização a empresa fique mais rentável.⁴⁷ Para se avaliar a importância desse efeito usa-se como estimativa de r^P a rentabilidade sobre o patrimônio líquido das 500 maiores companhias privadas no período 1988-94, que foi de 7,6%.⁴⁸ Substituindo-se esse valor em (12) e mantendo-se as demais hipóteses, obtém-se um VP igual a US\$75,5 bilhões, ou cerca de 14,2% do PIB, um valor bastante significativo. Esse valor resulta de três elementos, a saber:

- US\$36,9 bilhões resultantes do *swap* de ações por dívida;
- US\$23,1 bilhões do maior valor da empresa para os investidores privados, que são capazes dela extrair maiores rendimentos;
- US\$15,5 bilhões da maior arrecadação de impostos que resulta da maior rentabilidade da empresa após a privatização.⁴⁹

Há duas considerações importantes a fazer sobre estes resultados. A primeira é em que medida é correto comparar a rentabilidade estatal e privada nestes termos, tendo em vista que se está tratando de setores tão diferentes. Se a baixa rentabilidade estatal for o resultado da política tarifária do governo, e não de ineficiências, então o ganho fiscal apontado é ilusório. Por exemplo, no caso da Vale, que não está sujeita a esse tipo de problema, a rentabilidade média sobre o patrimônio, após o pagamento de impostos, foi de 7,6% em 1988-94, contra 5,3% para a média das 500 maiores empresas privadas. Da mesma forma, se a rentabilidade aumentar com a privatização devido à adoção de uma política tarifária mais favorável às empresas, então o ganho fiscal resulta da mudança de política e não da privatização propriamente dita.

A segunda consideração diz respeito à ausência de um modelo regulatório para esses setores, que pode fazer com que os investidores privados utilizem em suas valorações uma taxa de desconto bem superior à do setor público. O modelo permite fazer uma estimativa aproximada do custo fiscal de privatizar sem um modelo regulatório bem definido. Caso se suponha, por exemplo, que $\delta^P = 30\%$, o valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público cai para US\$54,7 bilhões. Neste caso, ocorre que o valor da empresa para o investidor privado cai substancialmente, com o efeito da maior rentabilidade

⁴⁶ Este percentual corresponde à parcela da soma em (11) representada pelos seus quatro primeiros termos.

⁴⁷ Como colocado por Adam Smith, "*When the crown lands had become private property, they would, in the course of a few years, become well improved and well cultivated*".

⁴⁸ A rentabilidade sobre o patrimônio líquido após os impostos foi de 5,3%, a qual, combinada com $\tau^P = 30\%$, resulta em $r^P = 7,6\%$.

⁴⁹ Este valor depende, em parte, da política de retenção de lucros. No caso, se assume que também sob gerência privada apenas 14,5% dos lucros são distribuídos. Caso se assuma que metade é distribuída, o valor presente da maior arrecadação de impostos cai para US\$11,1 bilhões. Os demais termos não se alteram.

sendo quase inteiramente cancelado pela maior taxa de desconto. Em termos aproximados, pode-se estimar o custo de um modelo regulatório indefinido como sendo US\$20,8 bilhões, ou cerca de 3,9% do PIB.

É importante enfatizar a grande sensibilidade dos resultados ao valor de r^p , como se pode verificar na tabela 10. Note, em particular, que um valor de r^p na faixa de 15 a 20% parece mais consistente com as estimativas que usualmente são feitas para o potencial de arrecadação, em moeda corrente, com a venda do patrimônio da União nos quatro grandes grupos empresariais, do que os 7,6% assumidos. Neste caso, e supondo que o Estado se aproprie inteiramente do diferencial de valorações, o valor presente do impacto fiscal da privatização pode ser bem superior ao estimado.

Tabela 10
Valor econômico das empresas e valor presente do impacto fiscal para diferentes valores da rentabilidade privada ($\theta^p = 0,5$)

r^p (%)	VP	
	(US\$ bilhões de 1994)	
5	11,1	32,2
10	22,3	105,6
15	33,4	182,4
20	44,5	268,8

A segunda restrição que parece interessante relaxar diz respeito aos aportes de capital feitos pela União. De fato, ainda que estes tenham sido quase nulos no passado, não é de se esperar que isto se mantenha no futuro, caso se deseje que os investimentos feitos por essas empresas retornem aos níveis observados no passado. No período 1980-86, o investimento médio anual dos quatro grandes grupos ficou em 2,73% do PIB, em 1988-94 caiu para 1,84% do PIB, uma diferença de 0,89% do PIB. Suponha que o governo quisesse elevar o investimento nesses setores desse percentual do PIB e que, na ausência da privatização, resolvesse bancar esta política aportando recursos às empresas. Assuma, ainda, que, com a privatização, o setor privado se responsabilizasse por esses investimentos. Neste caso, $A = A^p = \text{US\$}4,73$ bilhões, e o valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público com a privatização seria de US\$151,6 bilhões, US\$114,7 bilhões acima do estimado no caso base.⁵⁰ Note, assim, que como observado por Pinheiro e Giambiagi (1994), um dos mais importantes efeitos fiscais da privatização deriva de se passar à iniciativa privada a responsabilidade pelos elevados investimentos requeridos pelas empresas estatais. Na atualidade, porém, como os aportes de fato têm sido nulos, este efeito não se observará.

A terceira restrição cujo impacto é interessante avaliar é que a privatização de uma empresa não afeta a rentabilidade das demais estatais. Na verdade, deve haver algum efeito, já que gerentes e trabalhadores das companhias que permanecem estatais passam a sentir-se mais ameaçados. Da mesma forma, é provável que um governo preocupado em privatizar também exerça maior pressão sobre suas empresas, no sentido de que estas aumentem sua

⁵⁰ Se $A = 0$, então $VP = \text{US\$}140,5$ bilhões.

rentabilidade. Suponha que com a privatização dos quatro grandes grupos a rentabilidade das demais empresas do SPE aumente da média observada em 1988-94, de $-47,2\%$ ($= r^*$), para os $5,0\%$ registrados pelos quatro grandes grupos. Neste caso, $\Delta r = 52,2\%$ e o valor presente do impacto sobre as necessidades de financiamento seria de US\$171,7 bilhões, contra os US\$36,9 bilhões estimados para o caso em que não há melhoria de rentabilidade nas empresas que permanecem estatais. Estes números dão substância ao argumento de Pinheiro e Giambiagi (1995), em favor de uma maior preocupação com a eficiência das empresas enquanto estas permanecerem estatais.

É interessante relaxar, ainda, uma quarta hipótese, qual seja, a de que as receitas da privatização são inteiramente utilizadas para abater dívida. Assim, suponha que no período 0 o governo use uma parte das receitas (por exemplo, 30%) para elevar o investimento de outras empresas que permanecem estatais. Neste caso, $\alpha = 0,7$ e $\Delta A_0^* = 0,3VP$. Mantidas as hipóteses do caso básico, o valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público cai para US\$17,1 bilhões, uma queda de US\$19,8 bilhões. Note que parte dessa queda se explica pela rentabilidade negativa das empresas do setor produtivo estatal exclusive os quatro grandes grupos. Assumindo-se que a rentabilidade dessas empresas suba para 5% , a queda em VP reduz-se de 19,8 para US\$11,4 bilhões, um número ainda bastante significativo.

Se, em lugar de usar esses recursos para aumentar investimentos, o governo utilizá-los para expandir seus gastos correntes ($\Delta C_0 = 0,3VP$), VP cai para US\$23,5 bilhões, isto é, sofre uma redução de US\$13,4 bilhões. Se $82,8\%$ das receitas da privatização forem utilizados para aumentar os gastos correntes e $17,2\%$ para abater dívida pública, o benefício fiscal da privatização é nulo ($VP = 0$): o governo terá “queimado” patrimônio sem obter qualquer redução nas suas necessidades de financiamento. Se os recursos forem utilizados para aportar capital em empresas cronicamente deficitárias, a situação é pior ainda. Estes números dão idéia da razão por que causa tanta preocupação a possibilidade de que os recursos obtidos com a privatização sejam utilizados para outros fins que não o abatimento da dívida pública.

Finalmente, é interessante avaliar o efeito de, ao se privatizar, também se adotar uma política fiscal mais favorável ao investidor, isto é, ter $\tau^p < \tau$. Isto ocorreu, por exemplo, na Argentina e no Chile, quando da venda de suas empresas públicas de telecomunicações. Suponha-se que $\tau^p = 25\%$, enquanto τ é mantido em 30% . Neste caso, VP quase não se altera, ficando em US\$36,5 bilhões. Ocorre, porém, uma antecipação de receitas, com o valor econômico das empresas aumentando para US\$11,9 bilhões, o que eleva o total de dívida abatida, e havendo uma perda líquida de arrecadação tributária ao longo dos anos.

5. Conclusão

Este artigo teve dois objetivos principais: apresentar um conjunto de informações pouco conhecidas sobre as empresas estatais federais brasileiras e, com base nesses dados e em um modelo adaptado da literatura, reavaliar o impacto fiscal da privatização, à luz agora da perspectiva de se vender a participação da União nos grandes grupos do setor produtivo estatal. Como pano de fundo da discussão, teve-se o argumento de Roberto Campos, de que com o *swap* de ações por dívida seria possível obter uma grande redução do déficit operacional do setor público, posição em princípio contrária à de muitos outros trabalhos na literatura, que enfatizam a pouca significância dos impactos fiscais da privatização.

De uma forma geral, pode-se concluir que os dados aqui apresentados substanciam as afirmações de Campos. Assim, mostrou-se que no período 1981-94, o setor produtivo estatal federal como um todo teve uma rentabilidade média *negativa* de 2,5% do capital, como consequência da combinação de uma rentabilidade média *positiva* de 6,5% dos principais grupos — CVRD, Eletrobrás, Petrobras e Telebrás — e uma rentabilidade média de *menos* 29,1% das demais empresas. Entre os quatro grupos destacados, a CVRD tem sido a mais lucrativa, com uma rentabilidade média de 8,9% do patrimônio líquido, no período de 14 anos considerado, enquanto a Eletrobrás foi a menos lucrativa, com 5,1% de rentabilidade média. Constatou-se, ainda, que houve uma queda importante de rentabilidade dos quatro grandes grupos a partir da segunda metade dos anos 80: enquanto em 1981-86 os quatro grandes grupos em conjunto tiveram uma rentabilidade média de 11%, em 1987-94 essa rentabilidade caiu para uma média de 3,2%. Outro resultado notável é o fato de que uma parcela muito pequena dos lucros foi recolhida ao Tesouro. Assim, a União teve um retorno sob a forma de dividendos de apenas 0,4% do seu patrimônio aplicado nas empresas estatais no período 1988-94.

O exame da evolução dos investimentos das empresas estatais federais permitiu identificar três fases distintas no período 1980-94. No triênio 1980-82, como consequência dos esforços associados aos projetos do II PND, os investimentos das empresas estatais foram, em média, de 4,9% do PIB. A partir de 1983 até o final da década de 80, o investimento caiu de forma praticamente ininterrupta até chegar a menos de 2% do PIB. Nos anos 90, por sua vez, ele oscilou em torno desse nível, com uma média de 2,1% do PIB durante 1991-94.

É interessante observar, porém, que, apesar de haver um escopo importante para realocação de gastos no setor produtivo estatal — como, de resto, é comprovado pela experiência de várias das empresas privatizadas até agora —, as estatais federais respondem por uma parcela muito reduzida do déficit público, principalmente quando comparadas às estatais estaduais e municipais.

O modelo desenvolvido no trabalho, quando utilizado com estimativas dos parâmetros derivadas dos dados já discutidos, mostra que a privatização integral dos quatro grandes grupos do setor produtivo estatal (CVRD, Petrobras, Eletrobrás e Telebrás) pode ter um impacto fiscal significativo. A simples troca da totalidade das ações que a União detém nessas empresas por papéis da dívida pública pode produzir uma redução acumulada das suas necessidades de financiamento, cujo valor presente estimado monta a US\$36,9 bilhões, ou cerca de 7% do PIB.

Esses valores parecem sustentar o argumento de Roberto Campos (1995), de que, “considerando-se que o governo teve de levantar dinheiro no mercado para rolar sua dívida a taxas reais de 20 a 25% ao ano, percebe-se que as estatais, longe de serem um motor de crescimento, são uma forma de suicídio econômico”. Como conciliar esta conclusão com os resultados de outros estudos que concluíram que a privatização não tinha um impacto fiscal significativo?

Há duas soluções complementares para este aparente paradoxo. A primeira diz respeito ao tamanho das empresas vendidas. Em vários estudos, se considera o impacto da alienação de apenas algumas empresas, na maior parte dos casos as pertencentes aos setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes, já privatizados. Caso se trabalhe, como Pinheiro e Giambiagi (1994), com um patrimônio estimado da ordem de US\$7 bilhões, e mantidas as demais hipóteses do exercício anterior, obtém-se um valor presente da redução das necessidades de

financiamento do setor público de US\$5,4 bilhões, ou cerca de 1% do PIB, que é um valor bem próximo ao obtido pelos autores.

A segunda e principal razão para a diferença de conclusões diz respeito à parcela dos lucros distribuída sob a forma de dividendos. A maior parte dos trabalhos assume implicitamente a distribuição integral de lucros, o que, como já foi discutido, não corresponde à realidade brasileira. No Brasil, os lucros retidos, apesar de contribuírem, como colocado por Roberto Campos, para acumular patrimônio público, dão apenas uma contribuição marginal ao financiamento do déficit público. É fácil ver que o tamanho do impacto fiscal da privatização depende fundamentalmente do valor da parcela de lucros distribuída, caindo significativamente conforme esta parcela cresce. Assim, pode-se mostrar que se nada dos lucros é repassado para o Tesouro, a privatização sempre terá, em situações bem gerais, um impacto fiscal positivo. Por outro lado, se os lucros forem integralmente distribuídos, o valor presente da redução do déficit operacional resultante do *swap* de ações por dívida só será positivo se o investidor privado for capaz de extrair da empresa uma rentabilidade maior que o Estado.

Não obstante, concluiu-se que a redução nas necessidades de financiamento do setor público resultante do *swap* de ações por dívida, sem alteração de rentabilidade com a privatização, atingia apenas 61% da que resulta da aritmética mais simples sugerida pelo artigo de Campos. Notou-se, também, que o impacto fiscal é distribuído ao longo dos anos: apenas 11,2% do valor presente da redução das necessidades de financiamento resultante da privatização ocorrem nos anos 0 a 3. Um presidente que resolvesse privatizar no primeiro ano de seu mandato (ano 0) se beneficiaria de apenas 11,2% do ganho fiscal acumulado dessa medida; ou seja, teria uma redução média anual descontada nas necessidades de financiamento do setor público de 0,2% do PIB.

Assumindo que com a privatização a empresa fique mais rentável, e usando como estimativa dessa rentabilidade o retorno sobre o patrimônio líquido das 500 maiores companhias privadas no período 1988-94, que foi de 7,6%, obteve-se um valor presente da redução do déficit operacional de US\$75,5 bilhões, ou cerca de 14,2% do PIB. Desse valor, 48,8% resultam do *swap* de ações por dívida, 30,6% do maior valor da empresa para os investidores privados, que são capazes de dela extrair maiores rendimentos, e 20,5% da maior arrecadação de impostos resultante da maior rentabilidade da empresa após a privatização.

Há duas considerações importantes a fazer sobre esses resultados. A primeira é que se a baixa rentabilidade estatal for o resultado da política tarifária do governo, e não de ineficiências, então o ganho fiscal apontado é ilusório. Por exemplo, no caso da Vale, que não está sujeita a esse tipo de problema, a rentabilidade média sobre o patrimônio, após o pagamento de impostos, foi de 7,6% em 1988-94, contra 5,3% para a média das 500 maiores empresas privadas. Da mesma forma, se a rentabilidade aumentar com a privatização devido à adoção de uma política tarifária mais favorável às empresas, então o ganho fiscal resultará da mudança de política e não da privatização propriamente dita.

A segunda consideração diz respeito à ausência de um modelo regulatório para esses setores, que pode fazer com que os investidores privados utilizem em suas valorações uma taxa de desconto bem superior à do setor público. Caso se suponha, por exemplo, que a taxa de desconto intertemporal do investidor privado seja de 30%, contra 19% para o Estado, o valor da empresa para o investidor privado cai substancialmente, podendo-se estimar, em termos aproximados, que o custo da falta de um modelo regulatório definido para a venda desses quatro grandes grupos seja de US\$20,8 bilhões, ou cerca de 3,9% do PIB.

Um outro ponto considerado diz respeito aos aportes de capital feitos pela União. De fato, ainda que estes tenham sido quase nulos no passado, não é de se esperar que isto se man-

tenha no futuro, caso se deseje que os investimentos feitos por essas empresas retornem aos níveis observados no passado. Suponha que o governo quisesse elevar o investimento nesses setores e que, na ausência da privatização, resolvesse bancar esta política aportando recursos às empresas. Assuma, ainda, que, com a privatização, o setor privado se responsabilizasse por esses investimentos. Neste caso, como observado por Pinheiro e Giambiagi (1994), a privatização teria um importante efeito fiscal, pois permitiria passar à iniciativa privada a responsabilidade pelos elevados investimentos requeridos pelas empresas estatais. Na atualidade, porém, como os aportes de fato têm sido nulos, este efeito não se observará.

Um terceiro aspecto avaliado refere-se ao efeito da privatização sobre a rentabilidade das estatais não alienadas. Se, com a privatização dos quatro grandes grupos, a rentabilidade das demais empresas do SPE aumentasse da média observada em 1988-94, de -47,2%, para os 5% registrados pelos quatro grandes grupos, o valor presente do impacto sobre as necessidades de financiamento seria de US\$171,7 bilhões, contra os US\$36,9 bilhões estimados para o caso em que não há melhoria de rentabilidade nas empresas que permanecem estatais. Estes números dão substância aos argumentos em favor de uma maior preocupação com a eficiência das empresas enquanto estas permanecerem estatais.

A análise empírica também deu suporte àqueles que demonstram preocupação com a possibilidade de que os recursos obtidos com a privatização sejam utilizados para outros fins que não o abatimento da dívida pública. Assim, o modelo mostra que, se o governo usasse, por exemplo, 30% das receitas para elevar o investimento de outras empresas que permanecem estatais, o valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público cairia de US\$36,9 bilhões para US\$17,1 bilhões. Note que parte dessa queda se explica pela rentabilidade negativa das empresas do setor produtivo estatal exclusive os quatro grandes grupos. Assumindo-se que a rentabilidade dessas empresas suba para 5%, esta queda reduz-se de US\$19,8 bilhões para US\$11,4 bilhões, um número ainda bastante significativo. Se, em lugar de usar esses recursos para aumentar investimentos, o governo utilizá-los para expandir seus gastos correntes, o valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público cairia para US\$23,5 bilhões, isto é, sofreria uma redução de US\$13,4 bilhões.

Cabe fazer, de qualquer forma, uma nota de alerta. A utilização de modelos como o desenvolvido neste trabalho esbarra usualmente na dificuldade em se obter estimativas confiáveis para os parâmetros. Este problema pode ser parcialmente superado recorrendo-se aos dados levantados junto à Sest e aqui apresentados. É importante registrar, não obstante, que a análise manteve um certo grau de arbitrariedade na fixação dos valores dos parâmetros e que, por isso, os resultados obtidos devem ser olhados como indicativos e utilizados com cautela.

É importante chamar a atenção para três recomendações de política que podem ser extraídas da análise desenvolvida neste trabalho. Primeiro, que nas empresas que, pelo menos durante os próximos anos, permanecerão de propriedade estatal é necessário adotar reformas administrativas que aumentem sua lucratividade. Segundo, é necessário avaliar se não é mais interessante para o país que essas empresas aumentem sua contribuição para o Tesouro, sob a forma de dividendos, do que implementar investimentos cujo retorno social muitas vezes é baixíssimo ou mesmo negativo. No Chile, por exemplo, o governo Pinochet exigiu desde cedo que as estatais chilenas distribuíssem uma elevada parcela de seus lucros como dividendos (chegando a 100% como norma na década de 80), e apenas aprovando novos investimentos após estes serem cuidadosamente avaliados. O problema no caso brasileiro é que, como a União detém apenas uma parcela do patrimônio das estatais, muitas vezes sendo minoritária em termos do capital total, o *trade-off* entre os benefícios fiscais dos dividendos e a necessi-

dade de investimentos é mais aguda que no Chile. Finalmente, o artigo mostra que, do ponto de vista fiscal, privatizar e utilizar as receitas para abater dívida é um ótimo negócio para o Estado brasileiro.

Em que pese à relevância da conclusão de que o impacto fiscal da privatização no Brasil pode ser maior do que o sugerido por outros estudos, a validade disso depende crucialmente de algumas hipóteses-chave. Entre elas, devem ser citadas a abrangência ampla da privatização e a melhora de eficiência das empresas após a sua venda. A respeito desses pontos, observe-se que a Petrobras, por exemplo, não deverá ser privatizada no horizonte visível, de modo que a base de referência dos cálculos feitos pode superestimar o valor da receita de privatização que, realisticamente, é esperada para os próximos anos. Da mesma forma, o aumento de eficiência a ser conseguido pelos novos proprietários depende da situação inicial da empresa, de modo que o impacto fiscal da privatização de uma empresa com grandes problemas, mas bom potencial, como uma Telerj, pode ser, em termos relativos, maior que o da venda de uma empresa já lucrativa como a Vale do Rio Doce. Estas qualificações são importantes, para evitar que uma leitura apressada dos resultados do trabalho induza o leitor a uma avaliação excessivamente otimista acerca do potencial fiscal da privatização.

Referências bibliográficas

Campos, R. A farra dos dinossauros ou os gigolôs da viúva. *O Estado de S. Paulo*, 5 mar. 1995, p. 2.

Hachette, D. & Lüders, R. *Privatization in Chile: an economic appraisal*. International Center for Economic Growth, 1993.

Mello, M. F. *A privatização no Brasil: análise dos seus fundamentos*. São Paulo, USP, 1992. (Tese de doutorado.)

———. Privatização e ajuste fiscal no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 24(3), dez. 1994.

Passanezi Filho, R. *Impactos fiscais da privatização: aspectos conceituais e análise do caso brasileiro*. Iesp/Fundap, 1994. (Texto para Discussão, 20.)

Pinheiro, A. C. & Giambiagi, F. Brazilian privatization in the 1990s. *World Development*, 22(5), 1994.

——— & ———. O primado da eficiência. *Boletim Conjuntural, Ipea* (28), jan. 1995.

Pinheiro, A. C. & Landau, E. *Privatização e dívida pública*. BNDES, 1995. (Texto para Discussão, 29.)

Pinheiro, A. C. & Ramos, L. Inter-industry wage differentials and earnings inequality in Brazil. *Estudios de Economía*. Santiago, Chile, nov. 1994.

Pinheiro, A. C. & Schneider, B. The fiscal impact of privatization in Latin America. *Journal of Development Studies*, 31(5), 1995.

Werneck, R. Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 19(2), 1989.

Wright, V. Privatization in Western Europe: pressures, problems and paradoxes. In: *Social change in Western Europe*. St. Martin's, 1994.

Yarrow, G. Privatization in theory and practice. *Economic Policy*, 2, Apr. 1986.

Quadro A.1
Empresas estatais federais existentes em 1989*

Instituições financeiras federais

□ *Grupo Banco do Brasil*

1. BB — Banco do Brasil
 2. BBBI — BB Banco de Investimento
 3. BBCAR — BB Administradora de Cartões de Crédito
 4. BBCOR — BB Corretora de Seguros e Administradora de Bens
 5. BFIN — BB Financeira
 6. BBLAM — BB Leasing Arrendamento Mercantil
 7. BBDTVM — BB Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
 8. Acesita (29)
 9. Acesita Energética
 10. Fasa — Forjas Acesita
 11. Cobra

□ *Grupo BNDES*

12. BNDES — Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
 13. Usimec — Usiminas Mecânica
 14. BNDESPAR — BNDES Participações
 15. Cosinor — Companhia Siderúrgica do Nordeste
 16. Cosinor/Dist. — Cosinor Distribuidora
 17. Mafersa
 18. Carafba — Mineração Carafba
 19. Finame — Agência Especial de Financiamento Industrial

□ *Grupo Meridional*

20. Banco Meridional
 21. Bantrade — Companhia de Comércio Internacional
 22. MAG — Meridional Artes Gráficas
 23. MCSG — Meridional Companhia de Seguros Gerais
 24. Meridional Informática
 25. Meridional Turismo
 26. MLAM Meridional Leasing
 27. MCI — Meridional Comércio Internacional
 28. MCVMC — Meridional Corretora de Valores Mobiliários e Câmbio
29. CEF — Caixa Econômica Federal
 30. ASA — Alumínio Extrusão e Laminação
 31. Datamec — Sistemas e Processamento de Dados (81)
32. Basa — Banco da Amazônia
33. BNB — Banco do Nordeste do Brasil
34. Finep — Financiadora de Estudos e Projetos
35. IRB — Instituto de Resseguros do Brasil

Empresas típicas de governo

36. Ceasa/AM — Centrais de Abastecimento do Amazonas
37. CFP — Companhia de Financiamento da Produção
38. Cibrazem — Companhia Brasileira de Armazenamento
39. Cobal — Companhia Brasileira de Alimentos
 40. Ceasa/PR — Centrais de Abastecimento do Paraná
 41. Ceasa/SE — Centrais de Abastecimento de Sergipe
42. Codebar — Companhia de Desenvolvimento de Barcarena
43. Codevasf — Companhia de Desenvolvimento do Vale do São Francisco
44. Colone — Companhia de Colonização do Nordeste

- 45. Conab — Companhia Nacional de Abastecimento
- 46. EBTU — Empresa Brasileira de Transportes Urbanos
- 47. Embrapa — Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária
- 48. Embrater — Empresa Brasileira de Assistência Técnica e Extensão Rural
- 49. Geipot — Empresa Brasileira de Planejamento de Transportes
- 50. HCPA — Hospital de Clínicas de Porto Alegre
- 51. Radiobrás — Empresa Brasileira de Comunicação

Grupos do setor produtivo e de serviços

□ Grupo CVRD

- 52. CVRD — Companhia Vale do Rio Doce (6)
 - 53. Albrás — Alumínio Brasileiro (42)
 - 54. Alunorte — Alumina do Norte do Brasil
 - 55. Docegeo — Rio Doce Geologia e Mineração
 - 56. Docenave — Vale do Rio Doce Navegação (53)
 - 57. NRD — Navegação Rio Doce
 - 58. Seamar — Seamar Shipping Corporation
 - 59. FRDSA — Florestas Rio Doce
 - 60. Itaco — Itabira International Company
 - 61. RDA — Rio Doce America
 - 62. RDL — Rio Doce Ltd.
 - 63. RDF — Rio Doce Finance
 - 64. RDI — Rio Doce International
 - 65. Valenorte
 - 66. Valesul

□ Grupo Eletrobrás

- 67. Eletrobrás — Centrais Elétricas Brasileiras
 - 68. Cepel — Centro de Pesquisas de Energia Elétrica
 - 69. Chesf — Companhia Hidroelétrica do São Francisco (22)
 - 70. Eletronorte — Centrais Elétricas do Norte do Brasil (31)
 - 71. Eletrosul — Centrais Elétricas do Sul do Brasil (17)
 - 72. Escelsa — Espírito Santo Centrais Elétricas (66)
 - 73. Furnas — Furnas Centrais Elétricas (3)
 - 74. Light — Serviços de Eletricidade (13)
 - 75. Nuclen — Nuclebrás Engenharia

□ Grupo Petrobras

- 76. Petrobras — Petróleo Brasileiro (1)
 - 77. BR — Petrobras Distribuidora (2)
 - 78. Braspetro — Petrobras Internacional
 - 79. América — Petrobras America
 - 80. Brasoil — Braspetro Oil Services Company
 - 81. Norge — Petrobras Norge
- 82. Interbrás — Petrobras Comércio Internacional
 - 83. Cayman — Interbrás Cayman Company
 - 84. Interior — Interior Trade
 - 85. Seagull — Seagull Trading Company
- 86. Petrofértil — Petrobras Fertilizantes
 - 87. Fosfértil — Fertilizantes Fosfatados (74)
 - 88. Goiasfértil — Goiás Fertilizantes
 - 89. ICC — Indústria Carboquímica Catarinense
 - 90. Nitrofértil — Fertilizantes Nitrogenados do Nordeste (69)
 - 91. Ultrafértil — Indústria e Comércio de Fertilizantes (60)

- 92. Petromisa — Petrobras Mineração
- 93. Petroquisa — Petrobras Química
 - 94. CNA — Companhia Nacional Álcalis
 - 95. Alcanorte — Álcalis do Rio Grande do Norte
 - 96. Copesul — Companhia Petroquímica do Sul (26)
 - 97. Petroflex Indústria e Comércio (65)
 - 98. PQU — Petroquímica União (35)

□ *Grupo Portobrás*

- 99. Portobrás — Empresa de Portos do Brasil
 - 100. CDC — Companhia das Docas do Ceará
 - 101. CDP — Companhia das Docas do Pará
 - 102. CDRJ — Companhia das Docas do Rio de Janeiro (99)
 - 103. Codeba — Companhia das Docas do Estado da Bahia
 - 104. Codern — Companhia das Docas do Rio Grande do Norte
 - 105. Codesa — Companhia das Docas de Espírito Santo
 - 106. Codesp — Companhia das Docas do Estado de São Paulo
 - 107. Codomar — Companhia das Docas do Maranhão

□ *Grupo Rede Ferroviária Federal*

- 108. RFFSA — Rede Ferroviária Federal (16)
 - 109. Agef — Rede Federal de Armazéns Gerais Ferroviários
 - 110. CBTU — Companhia Brasileira de Trens Urbanos (34)
 - 111. Trensurb — Empresa de Trens Urbanos de Porto Alegre

□ *Grupo Siderbrás*

- 112. Siderbrás — Siderurgia Brasileira
 - 113. Açominas — Aço Minas Gerais (36)
 - 114. AFP — Aços Finos Piratini
 - 115. Cobrapi — Companhia Brasileira de Projetos Industriais
 - 116. Cosipa — Companhia Siderúrgica Paulista (15)
 - 117. Cosim — Companhia Siderúrgica de Mogi das Cruzes
 - 118. CSN — Companhia Siderúrgica Nacional (7)
 - 119. FEM — Fábrica de Estruturas Metálicas
 - 120. CST — Companhia Siderúrgica de Tubarão (21)
 - 121. Usiminas — Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais (9)

□ *Grupo Telebrás*

- 122. Telebrás — Telecomunicações Brasileiras
 - 123. Cotelpa — Companhia Telefônica de Paranaguá
 - 124. CTMR — Companhia Telefônica de Melhoramentos e Resistência
 - 125. Embratel — Empresa Brasileira de Telecomunicações (12)
 - 126. Telaima — Telecomunicações de Roraima
 - 127. Telamazon — Telecomunicações do Amazonas
 - 128. Telasa — Telecomunicações de Alagoas
 - 129. Teleacre — Telecomunicações do Acre
 - 130. Teleamapá — Telecomunicações do Amapá
 - 131. Telebahia — Telecomunicações da Bahia (70)
 - 132. Telebrasília — Telecomunicações de Brasília (87)
 - 133. Teleceará — Telecomunicações do Ceará
 - 134. Telegoiás — Telecomunicações de Goiás
 - 135. Telemat — Telecomunicações de Mato Grosso
 - 136. Telemig — Telecomunicações de Minas Gerais (45)
 - 137. Telems — Telecomunicações de Mato Grosso do Sul

- 138. Telepar — Telecomunicações do Paraná (52)
- 139. Telepisa — Telecomunicações do Piauí
- 140. Telergipe — Telecomunicações de Sergipe
- 141. Telerj — Telecomunicações do Rio de Janeiro (30)
- 142. Telern — Telecomunicações do Rio Grande do Norte
- 143. Teleron — Telecomunicações de Rondônia
- 144. Telesc — Telecomunicações de Santa Catarina (85)
- 145. Telesp — Telecomunicações de São Paulo (10)
- 146. CTBC — Companhia Telefônica da Borda do Campo (92)
- 147. Telest — Telecomunicações do Espírito Santo
- 148. Telma — Telecomunicações do Maranhão
- 149. Telpa — Telecomunicações da Paraíba
- 150. Telpe — Telecomunicações de Pernambuco

Hospitais

- 151. Conceição — Hospital Nossa Senhora da Conceição
- 152. Femina — Hospital Femina
- 153. Redentor — Hospital Cristo Redentor

Outras empresas

- 154. Celma — Companhia Eletromecânica
- 155. CMB — Casa da Moeda do Brasil
- 156. Copase — Companhia Paulista de Celulose
- 157. CPRM — Companhia de Pesquisa de Recursos Minerais
- 158. Dataprev — Empresa de Processamento de Dados da Previdência Social (63)
- 159. ECT — Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (14)
- 160. Embraer — Empresa Brasileira de Aeronáutica (33)
- 161. EAC — Embraer Aircraft Corporation
- 162. EAI — Embraer Aviation International
- 163. Neiva — Indústria Aeronáutica Neiva
- 164. Embrafilme — Distribuidora de Filmes
- 165. Emgepron — Empresa Gerencial de Projetos Navais
- 166. Enasa — Empresa de Navegação Amazônica
- 167. Franve — Companhia de Navegação de São Francisco
- 168. Imbel — Indústria de Material Bélico do Brasil
- 169. Prólogo — Produtos Eletrônicos
- 170. INB — Indústrias Nucleares do Brasil
- 171. Nuclam — Nuclebrás Auxiliar de Mineração
- 172. Nuclei — Nuclebrás Enriquecimento Isotópico
- 173. Nuclemon — Nuclemon Minerio-Química
- 174. Nuclep — Nuclebrás Equipamentos Pesados
- 175. Urânio — Urânio do Brasil
- 176. Infaz — Companhia Brasileira de Infra-Estrutura Fazendária
- 177. Infraero — Empresa Brasileira de Infra-Estrutura Aeroportuária (50)
- 178. Itaipu — Itaipu Binacional
- 179. Lloydbrás — Companhia de Navegação Lloyd Brasileiro
- 180. Serpro — Serviço Federal de Processamento de Dados (26)
- 181. Siderama — Companhia Siderúrgica da Amazônia
- 182. SNBP — Serviço de Navegação da Bacia do Prata
- 183. Tasa — Telecomunicações Aeronáuticas
- 184. Valec — Engenharia, Construções e Ferrovias

Fonte: Sest.

* A distância em relação à margem esquerda do quadro é dada pelo critério de propriedade: empresas de propriedade de outras aparecem à direita das empresas controladas. Os números entre parênteses, à direita de algumas empresas, indicam a colocação da empresa entre as 100 maiores empresas estatais por patrimônio líquido em 1989.

Tabela A.1
Contas da CVRD: 1987-93
 (% do PIB)

Discriminação	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Dispêndios							
<i>Capital</i>	0,42	0,35	0,48	0,25	0,36	0,38	0,35
Investimentos	0,14	0,14	0,16	0,11	0,08	0,09	0,07
Amortizações — principal	0,20	0,15	0,32	0,11	0,17	0,19	0,14
Outros	0,08	0,06	0,00	0,04	0,11	0,10	0,14
<i>Correntes</i>	0,85	0,92	0,87	0,80	0,79	0,80	0,70
Pessoal	0,15	0,18	0,16	0,14	0,12	0,12	0,15
Materiais e produtos	0,17	0,16	0,13	0,15	0,17	0,18	0,16
Serviços de terceiros	0,13	0,14	0,13	0,11	0,14	0,14	0,12
Tributos de impostos parafiscais	0,04	0,06	0,08	0,05	0,08	0,06	0,05
Financeiras	0,22	0,18	0,16	0,19	0,12	0,11	0,08
Outros	0,14	0,19	0,21	0,15	0,16	0,19	0,15
<i>Total de dispêndios</i>	1,27	1,27	1,35	1,05	1,15	1,17	1,05
Recursos							
<i>Receita</i>	1,68	2,16	2,36	1,78	1,49	1,66	1,73
Subsídio do Tesouro	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Venda de bens e serviços	0,79	0,80	0,65	0,67	0,83	0,80	0,70
Demais operacionais	0,79	1,32	1,66	1,10	0,65	0,82	0,99
Não-operacional	0,10	0,04	0,05	0,01	0,01	0,04	0,05
<i>Recursos para aumento do patrimônio líquido</i>	0,03	0,01	0,01	0,07	0,00	0,00	0,00
Tesouro	0,01	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00
FND	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Participação no capital — estatais	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
Participação no capital — mercado aberto	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros	0,00	0,01	0,01	0,04	0,00	0,00	0,00
<i>Retorno sem operação financeira L.P.</i>	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00
<i>Crédito</i>	0,14	0,05	0,13	0,04	0,11	0,03	0,00
<i>Outros</i>	0,00	0,04	0,06	0,04	0,07	0,07	0,00
<i>Total dos recursos</i>	1,87	2,26	2,57	1,93	1,66	1,77	1,74
Variação operacional crédito a curto prazo	0,10	-0,24	0,03	0,12	-0,17	-0,04	0,25
Outras variações do capital de giro	-0,46	-0,44	-0,87	-0,92	-0,11	-0,46	-0,94
Variação do disponível	-0,24	-0,31	-0,37	-0,07	-0,24	-0,09	0,00
<i>Total de recursos líquido</i>	1,27	1,27	1,35	1,05	1,15	1,17	1,05

Fonte: Sest.

Tabela A.2
Contas da Eletrobrás: 1987-93
(% do PIB)

Discriminação	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Dispêndios							
<i>Capital</i>	2,16	1,94	1,15	0,58	0,74	0,60	0,53
Investimentos	1,08	0,80	0,65	0,34	0,45	0,46	0,32
Amortizações — principal	0,79	0,76	0,19	0,18	0,19	0,11	0,11
Outros	0,28	0,39	0,30	0,06	0,10	0,03	0,10
<i>Correntes</i>	2,08	2,30	3,27	2,57	2,73	4,70	3,21
Pessoal	0,22	0,39	0,35	0,24	0,28	0,29	0,33
Materiais e produtos	0,40	0,60	0,70	0,79	1,07	1,02	0,62
Serviços de terceiros	0,05	0,06	0,07	0,05	0,05	0,05	0,07
Tributos de impostos parafiscais	0,04	0,07	0,05	0,05	0,06	0,06	0,11
Financeiras	1,29	0,73	1,01	0,80	0,58	0,69	0,55
Outros	0,09	0,57	1,08	0,63	0,70	2,59	1,53
<i>Total de dispêndios</i>	4,24	4,24	4,42	3,15	3,47	5,30	3,74
Recursos							
<i>Receita</i>	2,01	2,42	2,18	1,81	2,89	4,33	2,69
Subsídio do Tesouro	0,28	0,34	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00
Venda de bens e serviços	1,05	1,31	1,27	1,43	2,61	3,92	2,40
Demais operacionais	0,64	0,72	0,75	0,37	0,25	0,39	0,29
Não-operacional	0,04	0,05	0,09	0,01	0,03	0,02	0,01
<i>Recursos para aumento do patrimônio líquido</i>	0,60	2,79	0,05	0,01	0,08	0,05	0,59
Tesouro	0,18	0,38	0,05	0,01	0,03	0,05	0,02
FND	0,41	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Participação no capital — estatais	0,01	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Participação no capital — mercado aberto	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros	0,00	2,28	0,00	0,00	0,06	0,00	0,57
<i>Retorno sem operação financeira L.P.</i>	0,05	0,12	0,07	0,09	0,15	0,04	0,01
<i>Crédito</i>	0,38	0,25	0,35	0,06	0,12	0,11	0,09
<i>Outros</i>	0,35	0,15	0,22	0,16	0,17	0,16	0,23
<i>Total dos recursos</i>	3,40	5,72	2,87	2,13	3,42	4,68	3,62
Variação operacional crédito a curto prazo	1,12	-1,61	-0,07	0,11	0,07	0,07	-0,53
Outras variações do capital de giro	-0,18	0,26	1,67	0,98	0,00	0,67	0,75
Variação do disponível	-0,10	-0,13	-0,05	-0,07	-0,02	-0,11	-0,10
<i>Total de recursos líquido</i>	4,24	4,24	4,42	3,15	3,47	5,30	3,74

Fonte: Sest.

Tabela A.3
Contas da Petrobras: 1987-93
(% do PIB)

Discriminação	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Dispêndios							
<i>Capital</i>	1,36	1,33	0,76	0,67	0,91	0,85	0,74
Investimentos	1,01	0,79	0,55	0,46	0,61	0,61	0,54
Amortizações — principal	0,17	0,18	0,06	0,07	0,12	0,12	0,09
Outros	0,19	0,35	0,15	0,14	0,18	0,13	0,11
<i>Correntes</i>	6,84	6,78	5,45	4,35	5,05	6,17	6,39
Pessoal	0,73	0,71	0,74	0,53	0,54	0,45	0,45
Materiais e produtos	2,82	2,46	2,02	1,39	1,44	1,69	1,75
Serviços de terceiros	0,44	0,52	0,50	0,39	0,39	0,35	0,36
Tributos de impostos parafiscais	1,65	1,41	1,00	1,19	1,15	1,53	1,54
Financeiras	0,19	0,14	0,39	0,24	0,37	0,39	0,23
Outros	1,01	1,54	0,80	0,61	1,15	1,76	2,07
<i>Total de dispêndios</i>	8,21	8,10	6,20	5,02	5,96	7,03	7,13
Recursos							
<i>Receita</i>	8,01	8,10	7,46	6,11	6,76	6,55	7,32
Subsídio do Tesouro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Venda de bens e serviços	7,02	6,26	4,73	4,53	4,62	5,01	4,87
Demais operacionais	0,97	1,65	2,66	1,55	2,09	1,53	2,22
Não-operacional	0,02	0,19	0,07	0,03	0,04	0,01	0,23
<i>Recursos para aumento do patrimônio líquido</i>	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
Tesouro	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FND	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Participação no capital — estatais	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
Participação no capital — mercado aberto	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Retorno sem operação financeira L.P.</i>	0,06	0,01	0,01	0,05	0,03	0,00	0,00
<i>Crédito</i>	0,09	0,06	0,13	0,04	0,36	0,06	0,27
<i>Outros</i>	0,01	0,12	0,02	0,01	0,01	0,00	0,00
Tesouro	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FND	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros	0,01	0,12	0,02	0,01	0,01	0,00	0,00
<i>Total dos recursos</i>	8,18	8,30	7,62	6,21	7,18	6,62	7,59
Varição operacional crédito a curto prazo	0,26	-0,05	0,49	0,15	0,25	-0,02	-0,14
Outras variações do capital de giro	0,18	0,44	-1,40	-1,04	-1,35	0,62	0,75
Varição do disponível	-0,41	-0,60	-0,51	-0,31	-0,12	-0,19	-1,07
<i>Total de recursos líquido</i>	8,21	8,10	6,20	5,02	5,96	7,03	7,13

Fonte: Sest.

Tabela A.4
Contas da Telebrás: 1987-93
(% do PIB)

Discriminação	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Dispêndios							
<i>Capital</i>	0,65	0,75	0,87	0,64	1,17	1,21	0,91
Investimentos	0,51	0,57	0,68	0,51	0,80	0,86	0,75
Amortizações — principal	0,11	0,11	0,13	0,07	0,07	0,03	0,12
Outros	0,03	0,06	0,06	0,05	0,31	0,32	0,03
<i>Correntes</i>	0,80	1,17	1,97	1,57	2,42	1,79	1,39
Pessoal	0,33	0,37	0,74	0,49	0,46	0,55	0,45
Materiais e produtos	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Serviços de terceiros	0,10	0,10	0,13	0,14	0,15	0,16	0,17
Tributos de impostos parafiscais	0,23	0,52	0,76	0,66	1,33	0,81	0,53
Financeiras	0,05	0,04	0,23	0,17	0,12	0,12	0,04
Outros	0,06	0,10	0,08	0,07	0,32	0,10	0,16
<i>Total de dispêndios</i>	1,45	1,92	2,84	2,21	3,59	3,00	2,29
Recursos							
<i>Receita</i>	1,22	1,40	1,59	1,67	1,87	2,38	2,57
Subsídio do Tesouro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Venda de bens e serviços	1,07	1,28	1,34	1,49	1,43	1,88	2,08
Demais operacionais	0,07	0,06	0,11	0,13	0,37	0,31	0,45
Não-operacional	0,07	0,05	0,14	0,05	0,07	0,19	0,04
<i>Recursos para aumento do patrimônio líquido</i>	0,27	0,12	0,23	0,13	0,43	0,17	0,09
Tesouro	0,03	0,02	0,00	0,00	0,26	0,04	0,00
FND	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Participação no capital — estatais	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Participação no capital — mercado aberto	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros	0,23	0,10	0,22	0,13	0,17	0,13	0,09
<i>Retorno sem operação financeira L.P.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,00
<i>Crédito</i>	0,01	0,02	0,01	0,02	0,18	0,06	0,17
<i>Outros</i>	0,00	0,11	0,28	0,01	0,01	0,05	0,24
<i>Total dos recursos</i>	1,49	1,65	2,11	1,83	2,49	2,67	3,07
Variação operacional crédito a curto prazo	0,01	-0,04	0,04	-0,15	0,00	0,00	-0,04
Outras variações do capital de giro	-0,02	0,40	0,76	0,61	1,36	0,41	-0,56
Variação do disponível	-0,02	-0,08	-0,07	-0,09	-0,25	-0,08	-0,17
<i>Total de recursos líquido</i>	1,45	1,92	2,84	2,21	3,59	3,00	2,29

Fonte: Sest.

Tabela A.5
Patrimônio líquido total das empresas
(US\$ mil)

Empresa	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Companhia Vale do Rio Doce	2.698.707	3.371.758	2.447.760	6.327.269	6.732.448	6.551.761	9.706.654
Eletrobrás	14.469.116	17.199.531	13.252.967	33.921.305	36.592.492	43.331.020	64.805.863
Petrobras	7.297.386	8.542.620	5.860.843	11.620.193	12.192.948	12.347.496	18.854.680
Telebrás	5.704.458	6.766.321	5.875.137	11.558.863	12.713.001	14.470.512	21.561.652
Basa	81.697	89.292	33.920	2.457	19.297	19.423	61.474
Banco do Brasil	5.122.359	5.502.736	3.672.502	4.670.281	6.178.140	6.453.439	6.799.962
BNB	261.617	281.925	188.021	204.906	220.647	260.697	386.148
BNDES	4.187.197	5.300.855	3.613.202	6.149.926	8.172.614	8.405.422	13.078.338
CDC	16.780	18.072	12.938	22.293	24.948	24.966	41.878
CDP	7.462	910	41.062	91.253	95.052	79.292	102.851
CDRJ	119.720	230.671	347.456	347.434	343.834	312.587	390.265
CEF	1.684.204	4.236.313	4.213.535	3.311.907	839.080	1.046.539	2.019.706
CMB	95.989	100.631	64.629	88.313	112.270	107.166	169.547
Codeba	42.046	70.251	58.536	100.959	114.314	117.476	163.188
Codern	12.857	15.873	12.168	29.531	19.200	4.723	88.184
Codesa	16.885	19.436	4.162	26.279	34.304	43.650	63.557
Codesp	102.708	165.778	118.957	474.691	538.353	497.013	753.858
Codomar	18.422	43.109	43.895	82.415	88.989	89.284	131.177
Dataprev	32.507	38.663	28.289	43.015	46.659	33.090	55.278
ECT	146.506	144.128	116.599	279.803	305.793	276.972	455.544
Emgepron	1.031	1.435	1.487	2.010	3.040	4.107	8.372
Finep	15.665	36.446	12.870	20.161	27.367	80.028	234.718
Imbel	49.267	60.249	34.786	65.670	64.282	43.866	29.654
Infraero	33.987	35.903	24.480	38.361	41.227	41.541	62.839
IRB	320.171	380.322	244.191	358.655	351.669	402.525	409.793
Lloydbrás	-284.102	-285.189	-370.696	28.580	-139.386	-257.229	17.636
Meridional	182.640	234.055	167.932	222.753	213.687	262.897	419.507
RFFSA	6.975.362	7.343.804	3.439.432	8.256.899	8.659.918	13.451.753	17.489.129
Tasa	18.677	21.498	15.226	21.507	24.637	28.657	42.021
Total	49.431.321	59.967.396	43.576.286	88.367.689	94.630.824	108.530.673	158.403.473

Fonte: Sest.

Tabela A.6
Participação da União no capital total da empresa
(%)

Empresa	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Companhia Vale do Rio Doce	51,1	51,1	51,1	51,1	51,1	51,1	51,1
Eletróbrás	53,9	53,9	52,4	52,4	54,7	47,5	48,2
Petrobras	51,0	51,0	51,0	51,0	51,0	51,5	51,3
Telebrás	41,9	35,3	24,5	19,9	24,9	24,1	23,0
Basa	51,0	51,3	51,0	51,0	51,0	51,0	51,0
Banco do Brasil	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2
BNB	28,3	28,2	28,3	40,4	68,7	28,3	28,3
BNDES	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
CDC	99,1	99,1	99,1	99,1	99,1	99,1	99,2
CDP	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
CDRJ	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8	99,8	99,7
CEF	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
CMB	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Codeba	96,3	96,3	96,3	96,3	94,9	94,9	95,7
Codern	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Codesa	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	89,3
Codesp	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Codomar	99,9	99,9	99,9	99,9	99,9	99,9	100,0
Dataprev	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
ECT	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Emgepron	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Finep	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Imbel	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Infraero	100,0	100,0	89,0	87,9	89,2	88,9	88,8
IRB	50,0	50,0	50,0	50,0	49,8	50,0	50,0
Lloydbrás	99,7	99,7	99,7	99,7	99,7	99,7	100,0
Meridional	82,4	82,4	82,4	82,4	82,4	82,4	82,4
RFFSA	95,3	95,3	95,3	95,3	95,3	95,3	95,6
Tasa	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	88,8	88,8
Média ponderada	61,1	61,9	59,0	56,7	57,2	55,3	55,6

Fonte: Sest.

Tabela A.7
Dividendos propostos: parcela da União
(US\$ mil)

Empresa	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Companhia Vale do Rio Doce	25.648	90.260	15.210	35.078	22.248	24.918	53.308
Eletrobrás	19.356	30.648	25.378	12.536	52.199	31.450	123.847
Petrobras	107.865	45.139	27.482	6.054	23.597	25.741	65.859
Telebrás	15.562	7.482	7.222	6.519	80.518	13.699	20.787
Basa	2.221	102	0	0	0	0	0
Banco do Brasil	68.479	9.708	31.449	29.847	45.071	81.247	13.748
BNB	2.348	585	406	95	125	617	816
BNDES	0	0	0	3.403	0	0	2.426
CDC	0	0	0	0	0	0	0
CDP	0	0	0	0	0	0	0
CDRJ	0	0	0	0	0	0	0
CEF	0	1.599	0	0	0	0	0
CMB	0	0	1.122	0	0	973	0
Codeba	0	0	0	0	0	0	0
Codern	0	0	0	57	0	0	0
Codesa	0	0	0	0	0	0	0
Codesp	0	0	0	0	197	0	0
Codomar	0	0	0	0	0	0	0
Dataprev	0	0	0	0	0	0	0
ECT	0	0	0	0	0	0	0
Emgepron	0	0	0	0	0	0	0
Finep	0	0	0	0	0	0	0
Imbel	0	0	0	0	0	0	0
Infraero	12	9	178	29	33	40	288
IRB	1.824	2.278	491	2.058	141	270	0
Lloydbrás	0	0	0	0	0	0	0
Meridional	0	0	2.773	466	0	0	0
RFFSA	0	0	0	0	0	0	0
Tasa	311	193	169	0	48	437	61
Total	243.626	188.003	111.880	96.142	224.177	179.392	281.140

Fonte: Sest.