

Empresas estatais, retorno de investimento e ajuste fiscal: a privatização é um bom negócio para o governo?

Resumo

Este trabalho analisa o papel que a privatização pode desempenhar no processo de ajuste fiscal brasileiro. A idéia básica é que as receitas de privatização poderiam garantir a transição entre a fase atual e a de um ajuste fiscal duradouro que só seria possível quando as reformas constitucionais em curso no Congresso Nacional começassem a surtir efeito. Acessoriamente, investigam-se diversos aspectos correlacionados: se uma possível diferença de avaliação de uma estatal poderiam gerar um ganho ou perda patrimonial para o governo; qual o retorno sobre o patrimônio líquido das empresas comparado ao da média das 500 maiores empresas privadas do país; os dividendos recebidos pelo governo vis-à-vis o patrimônio líquido; e por que se esperaria que uma empresa após a privatização tivesse melhor desempenho econômico, que é um ponto chave para a discussão do preço de venda.

Palavras-chave: empresas estatais, privatização, retorno de investimento, ajuste fiscal, preço de venda.

Autor: Edilberto Carlos Pontes Lima*

* Do IPEA. e-mail: edilbert@ipea.gov.br. Telefone: (061) 315-5280; 315-5303; 242-3876. O autor agradece os comentários de Mansueto Facundo Jr., Jair do Amaral Filho, Rogério Boueri Miranda e José Oswaldo Cândio Jr. a uma versão preliminar deste trabalho.

Introdução

Seguindo uma tendência mundial, a privatização está na agenda do país desde o início da década de 90. De lá para cá, privatizaram-se dezenas de empresas, arrecadando-se mais de 20 bilhões de reais. Entretanto, a parte mais significativa do programa brasileiro começou a acontecer em 1997, com a privatização da Companhia Vale do Rio Doce, que representou um ponto de inflexão na política até então seguida, pela magnitude e importância estratégica daquela empresa para a economia brasileira. Não foi por acaso que sua venda gerou polêmicas acaloradas por todo o país.

Ao mesmo tempo, o Brasil vive um momento importante de consolidação do programa de estabilização monetária, o Real. Apesar do seu incontestável sucesso até aqui, muitos analistas apontam, como uma de suas principais fragilidades, a ausência de equilíbrio fiscal. As Necessidades de Financiamento do Setor Público consolidadas nas três esferas de governo (federal, estadual e municipal) continuam em patamares bastante elevados, alcançando 5,53% em maio de 1997 (no conceito nominal).

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

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

Este trabalho tem como objetivo investigar a contribuição do programa de privatização como garantidor da transição entre a atual situação fiscal e a implementação das reformas. Na primeira seção, montou-se um modelo para avaliar o impacto fiscal das privatizações. Na segunda seção, examinou-se como é determinado o preço de venda de uma empresa, concentrando-se nas possíveis diferenças de avaliação entre o setor público e o setor privado. Na terceira seção, dedicou-se atenção especial à avaliação de empresas que têm apresentado prejuízo. Na quarta seção, investigou-se o histórico das empresas estatais enquanto um negócio para o governo, ou seja, se apresentaram retorno positivo. Na quinta seção, analisou-se como foi a política de distribuição de dividendos destas empresas, ou seja, se o governo recebeu dividendos compatíveis com seu patrimônio investido e se se justificaria uma política de retenção de lucros. Na sexta seção, analisou-se a situação fiscal no Brasil e a contribuição da privatização para o ajuste fiscal brasileiro, concentrando-se principalmente na sustentabilidade da relação dívida/PIB. Na sétima seção, analisou-se se a velocidade da privatização faria alguma diferença para o ajuste fiscal, utilizando-se duas experiências distintas, a da Argentina e do Chile como contraposição. Na oitava seção, investigou-se um ponto chave na avaliação de uma empresa, que é por que motivo se esperaria que

uma empresa privatizada tivesse melhor performance econômica que a empresa enquanto pública.

Impacto da privatização sobre as contas públicas

Como chamado a atenção por Buitter (1985), o ponto básico dessa questão é analisar o orçamento do governo de forma intertemporal. O governo obtém as receitas de privatização, mas abre mão dos dividendos das empresas. No Brasil, adotou-se uma metodologia específica para tratar as receitas de privatização¹. Estas podem ter duas destinações. A primeira é abater dívida mobiliária diretamente e a segunda é financiar investimentos de longo prazo por meio do Fundo de Reestruturação Econômica (FRE). Em ambos os casos, a dívida líquida do setor público diminui. Isto porque o governo montou uma engenhosa engenharia financeira que consiste no repasse ao BNDES do montante arrecadado com a privatização destinado ao financiamento de investimentos e ao mesmo tempo no repasse do montante do mesmo valor de títulos emitidos por conta do ajuste patrimonial - dívidas do governo que existiam, mas não eram reconhecidas e passaram a sê-lo, como o Fundo de Compensações por Variações Salariais (FCVS). Quando o dinheiro dos financiamentos forem pagos, será utilizado para quitar as dívidas provenientes do ajuste patrimonial que, da mesma forma que os financiamentos, também são de longo prazo. Assim, quer se utilizem as receitas de privatização para abater dívidas diretamente, quer para financiar investimentos de longo prazo, os dois casos levam à diminuição da dívida líquida do setor público². A

¹ Na Grã-Bretanha, por exemplo, diferentemente do método adotado no Brasil, as receitas de privatização entram na contabilidade pública como um gasto negativo, ou seja, diminuem as Necessidades de Financiamento do Setor Público automaticamente (Ver Buitter, 1985).

² Qualquer que seja a destinação das receitas de privatização, estas entram nas contas do governo diminuindo a dívida líquida do setor público, mais precisamente, tais receitas entram com sinal

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

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

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

O governo terá feito um bom negócio se o impacto da privatização for $VPNFSP < 0$. Se for igual a zero, intertemporalmente, o orçamento do governo não se alterou, se maior que zero, o orçamento do governo terá perda. A equação (1) mostra que há três componentes com impacto sobre o $VPNFSP$, que são os juros das dívidas abatidas não mais pagos, o fluxo de caixa futuro perdido proveniente dos dividendos recebidos e a retirada das Necessidades de Financiamento das Estatais da contabilidade das NFSP (caso $VPNFEE$ viesse a ser negativo, o impacto seria diminuidor das NFSP). O montante de dívida a ser abatido depende,

negativo no ajuste patrimonial. A exceção são as receitas de concessão que são contabilizadas no resultado primário, ou seja, entram da mesma forma que uma receita tributária.

obviamente, do preço de venda. Supondo $NFEE=0$, as variáveis a analisar são os dividendos perdidos e os juros que se deixaram de pagar, ambos intertemporalmente. Assim, se os juros não mais pagos superarem os dividendos não mais recebidos, o impacto será positivo. Obviamente que o montante de dívida a ser abatido depende do preço de venda. Como não existe “almoço grátis” na economia, seria de se esperar que a taxa de juros fosse menor ou igual, intertemporalmente, à rentabilidade das empresas, caso contrário, todos os investidores optariam por investir em títulos ao invés de em empresas. É neste ponto que aparece um ponto chave: as empresas podem estar sendo mal administradas e por isso têm rentabilidade inferior a da taxa de juros. Na privatização, o comprador suporia que a empresa teria um potencial de rendimentos superior ao que estaria obtendo sob controle público e estaria disposto a pagar mais pela empresa que a avaliação do governo do valor daquelas empresas. Se o governo captar uma parcela dessa maior avaliação, a privatização pode se dar com impacto positivo sobre as NFSP. Se o setor privado avaliá-la por menos, o impacto será negativo e se a avaliação for igual, será neutro. A análise dos determinantes do preço de venda ajuda a esclarecer essa questão.

Preço de Venda

O valor da venda é determinado pela utilidade esperada do fluxo de caixa futuro que a empresa gerará. Formalmente³:

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

Onde P_i é a probabilidade da utilidade do fluxo de caixa, $U(FC_i)$ é a utilidade dos fluxos de caixa esperados da empresa após a realização de todas as despesas

³ Este é um modelo teórico; na prática, os investidores observarão apenas o fluxo de caixa esperado e a taxa de desconto ($PV = \sum(FC_i / (1+i)^t$) porque a função utilidade de cada investidor não

operacionais e impostos, mas antes do pagamento de dívidas; r é a taxa de desconto do governo; t são os períodos de desconto. Analisemos mais de perto cada elemento da equação (1).

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

O segundo é a capacidade gerencial⁴; há razões teóricas, confirmadas, pelos menos parcialmente, por diversas evidências empíricas que o setor privado é mais eficiente ao administrar uma empresa que o setor público. A teoria da agência explica as diferenças de performance a partir de duas perspectivas: primeiro, os objetivos do principal (os proprietário(s)) são distintos; na empresa privada, a busca do lucro induz a redução do custo de produção; na empresa pública, os objetivos do principal em última instância (a população) não são bem definidos. Segundo, os administradores (agentes) privados se defrontarão com o risco de falência, com o risco de *takeover* (se a empresa for de capital aberto) e com monitoramento mais atento por parte dos proprietários (principais), enquanto que os administradores de empresas públicas responderão a ministros, muitas vezes políticos, com interesses diversos, em que nem sempre a redução de custos é o mais relevante; além disso, dificilmente empresas públicas sofrem riscos de falência ou *takeover* (Yarrow,

tem como ser medida. O que vale, entretanto, é que de acordo com tal função utilidade que, apesar de não ter como ser medida, existe, é que um investidor avalia uma empresa.

1989, Bös, 1991). O corolário é que se há expectativa das empresas tornarem-se melhor administradas após a privatização, o fluxo de caixa esperado tornaria-se maior após a privatização, o que, *ceteris paribus*, faria a empresa mais valiosa para o setor privado que para o setor público.

O terceiro é a postura diante do risco, ou seja, a aversão (e o seu grau) ou neutralidade diante do risco; formalmente⁵, um investidor é avesso ao risco se e somente se $\int u(x)dF(x) \leq u(\int x dF(x))$ para todo $F(\cdot)$, ou, em outros termos, se a sua função utilidade for côncava e o investidor é neutro ao risco se sua função utilidade for linear. Aqui, o conceito de equivalentes com certeza (*certainty equivalents*) é útil: se, diante de dois projetos, o primeiro com valor esperado de 100, mas com risco de ter valor de 0 ou 200, e o segundo com valor certo de 90, o investidor avesso ao risco preferir o segundo, pagando um prêmio de risco de 10 (fator de desconto de risco de 10 por cento), o equivalente certo desse investidor será 90. Formalmente: o equivalente certo de $F(\cdot)$ é $c(F,u)$, se $u(c(F,u)) = \int u(x)dF(x)$; o prêmio de risco, $\Pi(x,\varepsilon, u)$, é definido como o que se paga de diferença entre o valor esperado com risco e valor sem risco, assim, $u(x) = (1/2 + \Pi(x,\varepsilon, u)) u(x+ \varepsilon) + (1/2 - \Pi(x, \varepsilon,u))u(x-\varepsilon)$. A implicação dos conceitos de equivalente com certeza e de prêmio de risco é que quanto maior a aversão ao risco, menor será o equivalente certo do projeto (Stiglitz, 1988). Esta questão é bem explicada por (Arrow & Lind,1970, pág. 364): “*It is widely accepted that individuals are not indifferent to uncertainty and will not, in general, value an asset at more or less than its expected value. Therefore, in private capital markets, investors do not choose investments to maximize the present value of expected returns, but to maximize the present value of returns properly adjusted for risk*”. .

⁴ Este ponto será abordado em detalhes na seção 8.

O ponto que aqui interessa é saber quem é mais avesso ao risco; o setor público ou o setor privado. Arrow & Lind (op. cit) resenham as diversas visões sobre essa questão; basicamente há quatro pontos de vista distintos: o primeiro é que, dado um mercado de capitais perfeito, o fator de desconto para o risco seria exatamente o mesmo tanto para o investimento público quanto para o setor privado porque, do contrário, haveria tendência a acontecer sobreinvestimento do setor público em detrimento de investimento de maior retorno do setor privado; o segundo é que o governo poderia ignorar a incerteza e agir como neutro ao risco, ou seja, o valor esperado dos fluxos de caixa do investimento não seriam deduzidos de um fator de desconto para o risco; o argumento que sustenta esta posição é que o governo poderia diversificar suficientemente seus investimentos, de forma a minimizar riscos; além disso, determinados riscos associados a *moral hazard* - comportamento fraudulento por parte dos sócios - que os investidores privados enfrentam e para isso pagam prêmios de risco, não são enfrentados pelo setor público. O terceiro ponto de vista é na mesma linha do anterior, mas por razões distintas; basicamente a idéia é que o governo seria indiferente ao risco porque as preferências individuais não teriam relevância nas suas decisões de investimento que seriam tomadas como uma questão de política nacional. Isto devido ao fato que imperfeições do mercado não permitiriam que se observassem as preferências individuais, prevalecendo a postura diante do risco das autoridades responsáveis pelas decisões. O quarto ponto de vista é o dos próprios autores; eles argumentam que o risco do governo é completamente diferente do risco privado; ele poderia ignorar a incerteza porque é capaz de distribuir o risco associado a qualquer investimento público entre um número grande de pessoas. Assim, apesar da controvérsia sobre o fator de desconto para o risco, o argumento de Arrow & Lind

⁵ As formalizações são baseadas no capítulo 6 de Mas-Collel et alli (1995).

sobre a baixa incerteza associada ao investimento público é muito forte, o que, se não nos permite concluir que o governo seria neutro ao risco, pelo menos sugere que seria menos avesso que o setor privado.

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

i) A taxa de desconto é basicamente função das variáveis de financiamento utilizadas por uma empresa (custo médio ponderado do capital, CMPC). Damodaran (1997)⁶ as especifica:

$$CMPC = k_e (E/[E + D + PS]) + k_d (D/[E + D + PS]) + k_{ps} (PS/[E+D+PS]) \quad (2)$$

onde k_e é o custo do patrimônio líquido; k_d é o custo das dívidas após os impostos e k_{ps} é o custo das ações preferenciais; E é o valor de mercado do patrimônio líquido; D é o valor de mercado da dívida; PS^7 é o valor de mercado das ações preferenciais; $[E+D+PS]$ representa o valor de mercado dos componentes de financiamento da empresa. Analisemos mais de perto cada elemento.

1) Custo do Patrimônio Líquido. É definido como a taxa de retorno mínima abaixo da qual os investidores não fazem o investimento. Para estimá-la, em geral, utilizam-se modelos de risco e retorno como o CAPM (Capital Asset Price Model)⁸. Basicamente, o modelo CAPM mede o retorno esperado como função do risco, medido em termos de variância não diversificável ($\beta = cov_{im} / \sigma_m^2$, onde β é o risco não diversificável, cov_{im} é a covariância entre um ativo 'i' e uma carteira incluindo todos os ativos negociados no mercado e σ_m^2 é a variância de uma carteira contendo todos os ativos negociados no mercado). Formalmente, o Custo do Patrimônio Líquido é assim definido :

$$E(R) = R_f + \beta(E[R_m] - R_f) \quad (3)$$

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

2) Custo das Dívidas. É o que a empresa paga para financiar seus investimentos; é função do nível geral das taxas de juros - quanto maior esta, maior o custo da

⁶ A análise dos determinantes da taxa de desconto seguirá, em grande parte, Damodaran(1997).

⁷ Obviamente que quando a empresa não tiver ações no mercado, o custo das ações preferenciais não se aplica.

⁸ Além do CAPM, existe o APM (Arbitrage Price Model) que mede o custo do patrimônio líquido a partir de vários fatores econômicos não especificados como mudanças imprevistas no PIB, na

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

3)Custo das Ações Preferenciais. Ações preferenciais são aquelas sem direito a voto; elas constituem um custo para a empresa porque são necessários pagamentos de dividendos aos proprietários das mesmas. Simplificadamente⁹, o seu custo é definido como o dividendo preferencial pago pela ação dividido pelo preço de mercado da ação preferencial. Outra vez é difícil definir *a priori* se o setor privado teria um custo de ações preferenciais diferente do setor público, uma vez que se uma empresa paga poucos dividendos, o seu valor de mercado tenderá a cair, ou seja, se o numerador da fração for continuamente baixo, o numerador tenderá a acompanhá-lo; isto vale tanto para empresa privadas quanto para empresas estatais.

A análise dos determinantes das taxas de desconto não fornece uma evidência nítida sobre quem a teria mais alta se o setor público ou setor privado. Enquanto o custo do patrimônio líquido e o custo das ações preferenciais é claramente indefinido, o custo da dívida parece indicar-se um pouco mais baixo

taxa de juros, etc. Não é o objetivo deste trabalho explicar detalhadamente cada um desses modelos. Para uma abordagem completa ver Damodaran (1997); Ross et alli (1993).

⁹ Supõe-se que o dividendo é constante e que as ações preferenciais são não conversíveis e não resgatáveis.

para a empresa estatal, mas dependendo significativamente do tipo de grupo/consórcio privado envolvido com a privatização.

O que se percebe da análise dos componentes determinantes do valor de uma empresa é principalmente uma ambigüidade *a priori* sobre quem avaliaria a empresa por maior valor, se o setor público ou o setor privado. Uma conclusão forte, entretanto, é que a avaliação de empresas não é algo completamente rigoroso, mas, ao contrário, envolve muitos elementos subjetivos. Não é sem motivo que as privatizações pelo mundo tem sido cercadas de muitas polêmicas sobre a possível subavaliação de empresas. No Brasil também tem sido assim. Uma evidência nítida: as firmas de consultoria contratadas para avaliar as empresas a serem privatizadas têm geralmente apresentado valor de venda diferente entre si, o governo estabelece um terceiro valor (preço mínimo) e os compradores muitas vezes pagam ágio; ou seja, há pelo menos quatro avaliações diferentes envolvidas.

Uma amostra desses fatos está em Paula (1997). Ao analisar a privatização da siderurgia brasileira, o autor observa que houve diferenças entre os preços de venda estabelecidos pelas diferentes empresas de consultoria e o preço mínimo estabelecido pelo governo. Há ainda uma quarta não chamada a atenção pelo autor que é o preço efetivo de venda, que representa o preço que o comprador avaliou a empresa. Como mostra a equação (1), a diferença se deve aos distintos fluxos de caixa esperados e diferentes taxas de desconto. O quadro 1 mostra as diferenças. Note-se que em todas as empresas há divergências significativas de avaliação.

Quadro 1 **Diferenças na avaliação de empresas**

Empresa	Consultoria 1			Consultoria 2			Preço Mínimo	Preço de Venda	Período Amortização (anos)
	Preço	Tx. desconto (%)	Fl. caixa esperado	Preço	Tx. desconto (%)	Fl. caixa esperado			
Usiminas	1.650	15	6.676	1.820	14	6.746	1.802	1.941	10
CSF	350	15	1.416	400	165	1.842	354	354	10
Acesita	417	17	9.635	477	165	10.108	363	465	20
Piratini	33	20		43	20		438	107	sd
CSN	1.731	15	7.002	1.463	15	5.918	1.495,3	1.495	10
Cospa	229	14	1.635	201	16	1.862	419,6	586	15
Acominas	346	14	4.761	330	15	5.237	329,1	599	20

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

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

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

Como são avaliadas empresas que têm apresentado prejuízos¹⁰?

Há duas alternativas, dependendo das perspectivas da empresa. Aquelas que enfrentam um problema transitório, ocasionado por má administração ou por uma fase desfavorável de seu setor de atuação, mas que podem voltar a gerar lucros no futuro, podem ser avaliadas pelo modelo geral de fluxo de caixa esperado positivo. Nessas situações, o que se faz é utilizar lucros normalizados ou médios tendo como base períodos em que os lucros eram positivos, supondo que a empresa voltará a apresentá-los no futuro. Outra alternativa é estimar fluxos de caixa para o período de transição entre a fase de prejuízos e a volta dos lucros. Neste caso, uma série de suposições necessitam ser feitas sobre a probabilidade de recuperação financeira da empresa. Mais complicado é quando a situação financeira da empresa é irrecuperável, sendo a falência o caminho inevitável. Nesses casos, as alternativas são a avaliação pelo preço de liquidação ou por modelos de precificação de opções. O primeira é a soma de valor que os ativos teriam no mercado, líquido de custos

legais e de transação; obtém-se o valor do patrimônio líquido da empresa ao diminuir as dívidas pendentes do valor de liquidação de ativos. Quando o valor de mercados dos ativos é menor que o valor nominal da dívida pendente só resta a alternativa de avaliar a empresa pelos modelos de precificação de opções. Opções são títulos derivativos cujo valor deriva de um título subjacente. A idéia básica é que uma opção confere ao investidor o direito de comprar ou vender uma determinada quantidade de um ativo a um preço fixo. Há dois tipos de opções, de compra e de venda. A idéia de aplicar a noção de opções como uma alternativa para avaliar empresas em dificuldade é que o patrimônio líquido de uma empresa é um direito residual, ou seja, os donos do patrimônio líquido têm o direito sobre todos os fluxos de caixa depois do pagamento aos credores da empresa (detentores de direitos financeiros como dívida, ações preferenciais, etc.). No caso de liquidação, os proprietários do patrimônio líquido recebem o que restar após o pagamento de dívidas e demais obrigações financeiras. Assim, se o valor de liquidação da empresa for maior que o valor nominal da dívida, o retorno do patrimônio líquido será positivo. Uma opção de compra com um preço de exercício X sobre um ativo com valor atual Y terá retorno apenas se X for maior que Y. O corolário é que o patrimônio líquido pode ser tratado como uma opção de compra, em sua efetivação exige a liquidação da empresa e a quitação do valor de face da dívida. Damodaran (1997, pág. 465) explica as implicações de focalizar o patrimônio líquido como opção de compra: *“o patrimônio líquido terá valor, mesmo que o valor da empresa caia para bem abaixo do valor da dívida pendente. Tal empresa será vista por investidores, contadores e analistas como estando em dificuldades, mas isto não significa que seu patrimônio não tenha valor algum. Na realidade, da mesma forma que as opções negociadas fora do valor de mercado terão valor devido às possibilidades que o valor do ativo subjacente*

¹⁰ Segue-se, parcialmente, Damodaran (1997).

venha a subir além do preço do exercício durante a vida futura remanescente da opção, o patrimônio líquido terá valor devido ao prêmio de tempo sobre a opção (o tempo a decorrer até o vencimento e resgate dos bônus) e a possibilidade de que o valor dos ativos suba acima do valor de face dos bônus antes do vencimento destes.”

O governo avalia suas empresas em dificuldade seguindo a metodologia do fluxo de caixa descontado, mesmo para empresas em grande dificuldade, a diferença essencial, em geral, é que para torná-las atrativas, promove-se uma reestruturação significativa antes da venda, assumindo passivos e vendendo a empresa saneada. Esse procedimento possibilita a privatização por valores positivos, mesmo de empresas que sempre apresentaram prejuízos. O ponto básico da análise é que não existe “almoço grátis”, ou seja, empresas estatais deficitárias não serão adquiridas pelo setor privado sem uma prévia reestruturação financeira em que parte dos passivos são assumidos pelo governo. A título de exemplo, o edital de concessão - implicou ainda no arrendamento e venda de bens de pequeno valor-, da Rede Ferroviária Federal, grupo historicamente deficitário e que nunca pagou dividendos à União¹¹, explicita: *“A avaliação foi desenvolvida com base no método do fluxo de caixa operacional descontado (...), não foram consideradas transferências de passivos da RFFSA para a Concessionária”*.

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

As empresas estatais têm sido um bom negócio para o governo?

A preocupação aqui é exclusivamente com o retorno de investimento, abstraindo possíveis utilizações das estatais para outros objetivos de política

pública¹². A análise se concentra na rentabilidade do patrimônio líquido das estatais e na distribuição de dividendos para o governo. O que se nota (Quadro 2) é que as empresas estatais apresentaram retornos sobre o patrimônio líquido positivo na primeira metade da década de 80, e até elevados, considerando apenas os principais grupos. A partir de 1987, a rentabilidade caiu significativamente, tornando-se negativa para o conjunto do setor produtivo e bem abaixo dos índices anteriores para os maiores grupos, exceto para a Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) e Telebrás que tiveram quedas menores. Quando se comparam as rentabilidades do patrimônio líquido do setor produtivo estatal e das 500 maiores empresas privadas do país, o resultado é pouco animador para o setor público. O setor produtivo estatal como um todo teve rentabilidade média do patrimônio líquido entre 1981 e 1994 de -2,5%, enquanto que as 500 maiores empresas privadas tiveram rentabilidade positiva de 7,8%. Desagregando o setor produtivo estatal, nota-se que os principais grupos tiveram rentabilidade média mais próxima que a das 500 maiores empresas, ficando alguns, como o da CVRD, com rentabilidade média superior. Outra característica interessante que se observa é que a queda de rentabilidade observada no setor produtivo estatal a partir de 1987 (menos acentuada nos principais grupos) também ocorreu - numa proporção menor - entre as 500 maiores empresas privadas, mas apenas a partir de 1990. A origem dos retornos negativos entre o setor produtivo estatal se concentrava no item demais empresas que englobava, entre outras, a Rede Ferroviária Federal (RFFSA), a Empresa de Correios e Telégrafos (ECT), as Companhias Docas, etc.

¹¹ Estas informações estão no Edital N° PND/A-03/96/RFFSA.

¹² Werneck (1987) fez um amplo levantamento da utilização das empresas estatais como instrumentos de política econômica, comprimindo tarifas, restringindo investimentos, etc.

Quadro 2

Setor Produtivo Estatal vs. 500 Maiores Empresas Privadas

Retorno sobre o patrimônio líquido (%)

(1981/94)

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

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

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

Distribuição de Dividendos

Quando se observa a distribuição de dividendos (Quadro 2), que é o que efetivamente entra no caixa do governo, nota-se que eles são bem menores que os lucros das empresas no período entre 1988 e 1994. A CVRD, por exemplo, teve retorno sobre o patrimônio líquido médio de 7,6% e dividendo sobre patrimônio líquido da União médio de 1,69% no período. A comparação entre quadros (2) e (3) mostra que as empresas que permaneceram com alta rentabilidade entre o final da década de 80 e a primeira metade da década de 90, CVRD e Telebrás, tiveram um índice de retenção de lucros (lucros retidos/lucro total) elevado, ou seja, distribuíram-nos pouco. Isto significa que são um mal investimento para o governo? Não, necessariamente. A literatura de investimento chama empresas que distribuem a totalidade dos lucros de “vacas leiteiras” porque elas não teriam nenhuma perspectiva de crescimento. Ross et alli (1993, p.106) afirmam: “a política de distribuir a totalidade dos lucros pode não ser a melhor. Muitas empresas contam com oportunidades de investir em projetos rentáveis. Como esses projetos podem representar uma fração importante do valor da empresa, seria besteira sacrificá-los para pagar todos os lucros como dividendos”. Entretanto, estes autores ressaltam a importância dos lucros retidos financiarem projetos com valor presente positivo. Há farta documentação na

literatura de empresas com altos lucros, sem oportunidades de investimento com valor presente positivo, mas que mesmo assim distribuem poucos dividendos. Há, aqui, o “problema de agência” entre os interesses antagônicos dos acionistas e dos administradores. Estes, em muitos casos, têm incentivo a aumentar o tamanho da empresa, realizando investimentos, porque isto lhes traria maior poder, em vez de distribuir dividendos aos acionistas. Jensen (1986) cita o caso da indústria petrolífera e de tabaco na década de 70, que, apesar de apresentarem altos lucros e poucas oportunidades de investimento, continuaram investindo.

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

Quadro 3

Distribuição de dividendos

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

Empresalano	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
CVRD	1,9	5,2	1,2	1,1	0,6	0,7	1,1
Eletrobrás	0,2	0,3	0,4	0	0,3	0,2	0,4
Petrobrás	2,9	1	0,9	0,1	0,4	0,4	0,7
Telebrás	0,7	0,3	0,5	0,3	2,5	0,4	0,4

Fonte: Sest, citado Giambiagi & Pinheiro (1996)

Respondendo a pergunta sobre se as estatais têm sido um mal negócio para o governo, se observarmos o conjunto do setor produtivo estatal, a resposta é claramente afirmativa. A rentabilidade média negativa entre 1981 e 1994 mostra que elas funcionaram como uma fonte de permanentes prejuízos. Ao se observar os maiores grupos, a resposta torna-se, no mínimo, ambígua. A rentabilidade média do patrimônio foi um pouco abaixo das 500 maiores empresas privadas, embora tenha caído bastante nos primeiros anos da década de 90. Apesar da distribuição de dividendos dos grupos com maior rentabilidade ter sido pequena, não é possível concluir *a priori* que estes grupos são um mal negócio para o governo porque lucros são retidos para permitir o financiamento de novos investimentos. Se estes tiverem valores presentes positivos, a empresa estaria apta a distribuir mais dividendos no futuro. A questão é saber se não estariam atuando problemas de agência, em que o interesse dos administradores das empresas estatais seria o de aumentar o tamanho da empresa, o que se contraporaria aos interesses do governo (o acionista) de receber dividendos.

Privatização e crise fiscal

A privatização tem sido apontada por muitos como uma das peças mais importantes no programa brasileiro de ajuste fiscal por conta do potencial arrecadável, o que faria diminuir sensivelmente a dívida pública e, em consequência, a

carga de juros paga pelo governo. Para entender melhor a sua possível contribuição, é desejável que se trace um rápido panorama da situação fiscal recente no Brasil¹³.

As contas públicas brasileiras passaram por uma fase de deterioração significativa nos últimos dois anos; de um superávit operacional de 1,32% do PIB em 1994 para um déficit operacional de 3,88% do PIB em 1996, mas com alguma melhora em 1997, 3,47% do PIB em maio deste ano. Em 1994, tanto o resultado do governo central (engloba governo federal e Banco Central) quanto das empresas estatais (federais, estaduais e municipais) era superavitário, 1,57 e 0,31% do PIB, respectivamente, tornando-se deficitários, atingindo em maio 1,70% e 0,29% do PIB. Os governos estaduais e municipais já estavam naquele ano deficitário, 0,56% do PIB, mas num nível bem mais baixo que o atual, 1,47% do PIB (Quadro 4).

Quadro 4

Necessidades de Financiamento do Setor Público

Fluxos dos últimos 12 meses (% PIB)

	Dez/1993	Dez/1994	Dez/1995	Dez/1996	Mai /1997
Operacional	-0,25	-1,32	4,79	3,88	3,47

¹³ Tratamento abrangente deste ponto pode ser encontrado em Giambiagi (1997) e em Velloso (1997).

Governo federal e BCB	0,00	-1,57	1,63	1,67	1,70
Estados e Municípios	-0,23	0,56	2,31	1,88	1,47
Estatais	-0,02	-0,31	0,84	0,32	0,29
Primário	-2,62	-5,09	-,035	0,09	-0,08
Governo federal e BCB	-1,42	-3,05	-0,57	-0,40	-0,15
Estados e Municípios	-0,55	-0,85	0,17	0,57	0,18
Estatais	-0,65	-0,65	0,05	0,08	-0,11
Juros Reais	2,38	3,77	5,14	3,78	3,56
Governo federal e BCB	1,42	1,48	2,20	2,07	1,85
Estados e Municípios	0,32	1,41	2,14	1,31	1,30
Estatais	0,63	0,88	0,79	0,40	0,41

Fonte: Banco Central do Brasil

O quadro 4 mostra que apesar do aumento do pagamento de juros reais em 1995 em relação a 1994, este volta a cair em 1996, assim permanecendo em 1997 com patamares próximos aos de 1994. O que se conclui é que o maior responsável pela piora dos resultados fiscais, representados pelas NFSP no conceito operacional - resultado primário mais pagamento de juros reais - foi a deterioração do primeiro, que se explica pelos seguintes elementos:

- 1) Queda brusca da inflação, que enfraqueceu um mecanismo muito utilizado pelos governos em suas três esferas (federal, estadual e municipal), conhecido como “repressão fiscal”; na verdade, atrasos de pagamentos não indexados, desvalorizando-os em termos reais; enquanto a maior parte das receitas públicas estavam pelo menos parcialmente indexadas. Além disso, os salários dos servidores públicos eram rapidamente corroídos.
- 2) Aumento dos gastos com seguridade social, continuando uma tendência já observada desde a Constituição de 1988; tais gastos dobraram sua participação no PIB entre em 1986 e 1996, de 2,8% para 5,6% do PIB em 1986 e 1996, respectivamente (Cf. Secretaria de Política Econômica). Em 1994, estes gastos encontravam-se em

4,9% do PIB, elevando-se para 5,6% em 1996. Tal aumento impossibilitou o INSS de transferir recursos para financiar a saúde, ficando o Tesouro Nacional como o responsável integral por essa despesa (Velloso, 1996). Os motivos específicos para o crescimento de tais gastos no período recente foram a expansão do número de beneficiários porque muitos se aposentaram nos últimos anos por temer mudanças provocadas pela Reforma da Previdência em andamento no Congresso Nacional, e o reajuste de 43% no salário mínimo, quando a inflação fora, no período entre um aumento e outro, de apenas 15,8%. Além disso, tal aumento foi estendido para a totalidade dos beneficiários da Previdência, o que não era uma exigência legal (Giambiagi, 1997).

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

A tendência de comportamento para as contas públicas nos próximos anos é ainda uma incógnita¹⁴ porque há alguns fatores favoráveis e outros contrários ao equilíbrio fiscal apresentando-se. Do lado positivo, destacam-se: volume considerável de receitas de privatização a ser incorporado pelos governos, principalmente nas esferas federal e estadual; e o esforço de ajuste fiscal dos governos estaduais em pleno curso, cuja renegociação de suas dívidas foi um marco, com o governo federal

¹⁴ Para uma amostra de tal indefinição, os trabalhos de três dos principais especialistas em questões fiscais do país têm visões distintas para o comportamento das contas públicas nos próximos anos: Werneck & Beviláqua (1997); Velloso (1997) Giambiagi (1997).

impondo-lhes uma série de condições fiscais para permitir a entrada dos estados no programa.

Do lado negativo: dificuldade de prorrogar por muito tempo a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) que deve representar cerca de 7% (R\$ 7,5 bilhões) das receitas administradas pela Secretaria da Receita Federal em 1997; forte oposição ao prologamento por muito mais tempo do Fundo de Estabilização Fiscal (FEF), que desvincula cerca de 20% das receitas do governo federal; pressões por aumentos do funcionalismo público após quase 3 anos sem reajuste ; dificuldades em baixar a taxa de juros real face à necessidade brasileira de continuar atraindo investimentos externos.

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

Analisemos a efetividade de tal política para o abatimento da dívida do setor público. Primeiro é preciso conhecer as magnitudes envolvidas, ou seja, qual o valor da dívida líquida do governo e qual é o potencial arrecadável com a venda das empresas estatais a fim de saber se tal estratégia pode ter êxito.

A dívida líquida do setor público em maio de 1996 estava em 34,2% do PIB ou cerca de R\$ 282 bilhões (cf. BACEN), sendo cerca de R\$ 248,4 bilhões de dívida interna (30,1% do PIB) e cerca de 33,7 bilhões de dívida externa (4,1% do PIB). Resta saber o valor pelo qual as empresas de patrimônio do governo federal poderiam ser vendidas.

Não é trivial saber quanto o governo pode arrecadar com a privatizações por várias razões¹⁵: 1) as empresas são vendidas pelo seu valor econômico que é igual, como mencionado anteriormente, ao valor presente do fluxo de rendimentos da empresa; o problema é que tal valor é calculado caso a caso no momento de preparação para a venda, não estando disponível *a priori*; 2) nem todas as empresas do governo estão no cronograma de privatizações nos próximos anos, caso da Petrobrás e das empresas financeiras como Banco do Brasil, Banco do Nordeste e BNDES. Felizmente, o BNDES tem uma estimativa para o potencial arrecadável, que, diante das dificuldades apontadas, não significa que seja perfeita, mas como esta instituição adquiriu considerável *know how* no assunto pela sua gestão do Programa Nacional de Desestatização desde o seu início, vai-se utilizar o seu número.

Quadro 5

Potencial Arrecadável com as Privatizações 1997/2000

	Valor (US\$ bilhões)
Elétricas estaduais	28,70
Embratel	6,00
Eletrosul	2,30
Banda B	6,00
Furnas	5,80
Telebrás	17,00
Chesf	7,50
Eletronorte	6,20
Fepasa	2,10
RFFSA (Malha Nordeste)	0,01
Sobras da Escelsa	0,09
Sobras da CVRD	2,00
Sobras da Light	1,60
Total	85,30

Fonte: BNDES

¹⁵ Ver Giambiagi & Pinheiro (1996).

A distribuição das privatizações em cada ano é uma estimativa do próprio autor porque o governo não fez referência. Para tanto, observou-se o cronograma em andamento e suas tendências. Admitiu-se a distribuição de valores mais ou menos uniforme ao longo do tempo: 9,2 bilhões em 1997 a partir de julho¹⁶, ou seja, não se contabilizaram os montantes arrecadados até este mês; 25 bilhões em 1998, 27 bilhões em 1999 e 24,1 bilhões no ano 2000.

Para avaliar a importância destas receitas sobre a dinâmica da dívida pública, construíram-se dois cenários a fim de testar a sensibilidade da dívida diante das mesmas. Como hipóteses gerais, admitiu-se uma taxa de inflação de 6% ao ano de 1997 a 2000, taxa de crescimento do PIB de 4%, 4,5%, 5% e 5% em 1997, 1998, 1999 e 2000, respectivamente; reconhecimento de dívidas do setor público no valor de R\$ 20 bilhões (ajuste patrimonial), superávit primário de 0,8% do PIB, em todos os anos de 1997 a 2000, taxa real de juros sobre a dívida líquida do setor público de 11% e nominal 16,2% em todos os anos de 1997 a 2000¹⁷

No cenário 1, o governo privatiza o montante e com o cronograma acima especificado. O que se observa é uma redução da dívida líquida do setor público como proporção do PIB de 34,4% em maio de 1997 para 29,60% em 2000. Tal redução se deve à diminuição do déficit nominal, causado pela redução do pagamento de juros nominais em decorrência do abatimento de dívidas com a privatização (Quadro 6).

¹⁶Já se arrecadaram 4,8 bilhões até julho/97.

¹⁷ Esta é uma média ponderada da taxa nominal de juros que incide sobre a dívida líquida total do setor público, incluindo até a dívida não onerosa (base monetária), divulgada pelo BACEN (o valor que se adotou, 16,2%, é o real de maio/97, conforme divulgado pela Nota para a Imprensa do BACEN de 21/7/97). Está-se assumindo neste trabalho que ela permanecerá próxima a este patamar entre 1997 e 2000. Esta hipótese se justifica em razão da dificuldade do governo em reduzir a atual taxa de juros face à necessidade de atrair capitais externos para cobrir os déficits em transações correntes. Note-se que o procedimento aqui adotado é diferente da maioria dos

No cenário 2, o governo interrompe o programa de privatização até o ano 2000. O que se observa é um aumento da dívida pública como proporção do PIB, chegando próximo a 40% em 2000. Note-se que apesar do superávit nominal diminuir em 1997 em relação a 1996, em razão da hipótese de superávit primário de 0,8 do PIB, ao contrário de 1996 em que houve déficit primário de 0,09% do PIB, ele volta a crescer continuamente a partir de 1998 (Quadro 6).

Comparando os dois cenários, nota-se a significativa contribuição da privatização para a dinâmica da relação dívida/PIB: a sua presença ou não implica em uma mudança de cerca de 10% do PIB no ano 2000 (29,6% com privatização e 39,97% sem privatização).

Quadro 6

**Dinâmica da Dívida Líquida do Setor Público como proporção do PIB
com e sem privatização (1997/2000)**

ano	Cenário 1			Cenário 2		
	NFSPnominal	Juros Nominais	DLSP	NFSPnominal	Juros Nominais	DLSP
	(%) PIB	(%) PIB	(%) PIB	(%) PIB	(%) PIB	(%) PIB
1996	6,07	5,98	34,40	6,07	5,98	34,40
1997	4,80	5,60	34,54	5,06	5,86	36,14
1998	4,54	5,34	32,95	5,23	6,03	37,21
1999	4,24	5,04	31,11	5,37	6,17	38,10
2000	3,99	4,79	29,60	5,51	6,31	38,97

Fonte: para 1996 (BACEN). Demais anos, estimativa do autor.

Obs.: Cenário 1 com R\$ 85 bilhões de privatização distribuídos entre 1997 e 2000.

Cenário 2 sem privatização.

Ambos os cenários envolvem uma razoável melhora das contas públicas em relação a 1996 porque está-se assumindo como hipótese um superávit primário de 0,8% do PIB. Tal número é bem melhor que o resultado obtido em 1996 (déficit primário de 0,09% do PIB), mas é compatível com os resultados observados até junho/97 e com a meta divulgada pelo governo federal para as três esferas.

autores que desagrega a dívida pública e adota taxas de juros diferentes para cada uma. Para os

É óbvio que as receitas de privatização são transitórias, isto é, existem apenas no momento da venda. Caso os governos se desfaçam de suas empresas e não promovam um ajuste fiscal duradouro, aumentando as suas receitas permanentes e/ou reduzindo gastos, o problema de sustentabilidade da relação dívida/PIB volta a aparecer no futuro. As reformas constitucionais -previdenciária, administrativa e tributária - têm um papel importante a desempenhar no processo de equilíbrio fiscal brasileiro de longo prazo. As receitas de privatização serviriam como uma ponte até que elas começassem a surtir efeitos

A velocidade da privatização faz alguma diferença?

Sim. Se, por hipótese, o governo arrecadasse os mesmos R\$ 85 bilhões de uma só vez em 1997, em vez de distribuí-lo ao longo dos quatro anos, a relação dívida líquida/PIB atingiria 27,12% no ano 2000, 2,5% do PIB menor do que distribuindo-a ao longo dos anos. A razão é que se diminuiria substancialmente o pagamento de juros.

Para analisar a importância da velocidade da privatização no ajuste fiscal, Larraín e Winograd (1996)¹⁸ comparam as experiências argentina e chilena; enquanto que a privatização rápida e em larga escala na primeira teve um forte impacto positivo sobre as finanças públicas; na segunda, a privatização gradual e precedida de reestruturação das empresas teve impacto fiscal muito pequeno.

A Argentina passava, até o início dos anos 90, por um processo de grande desordem econômica, com hiperinflação, desindustrialização, finanças públicas deterioradas, o que provocava um crescimento contínuo da dívida pública. As empresas estatais eram mal administradas, em razão da grande influência dos sindicatos de trabalhadores, de políticos e de grupos empresariais privados na sua administração; o que implicava em elevada corrupção, resultando em um fluxo

propósitos do presente trabalho, tal desagregação não é necessária.

contínuo de prejuízos. Em suma, as empresas públicas argentinas eram vítimas de comportamento do tipo *rent-seeking*. Em 1991, o governo anunciou um programa de estabilização econômica que incluía a conversibilidade da moeda argentina ao dólar americano, taxa de câmbio fixa, um sistema de dupla moeda como meio de pagamento (dólar e peso), proibição de indexação de contratos e restrições ao financiamento do déficit via emissão de moeda; a privatização tinha o papel de financiar temporariamente o déficit e diminuir o endividamento público. A opção pela privatização rápida e em massa foi uma escolha clara do governo pela maximização das receitas de venda em detrimento de considerações sobre eficiência alocativa. Assim, o governo privatizou monopólios sem maiores preocupações com a regulação porque avaliou que naquele momento o problema mais grave a resolver era macroeconômico, notadamente nas finanças públicas e no balanço de pagamentos. A privatização desempenhou ainda o papel de sinalizador para o mercado de que o governo de fato estava comprometido com profundas reformas econômicas. Além disso, o abatimento de dívida externa permitiu que a taxa de juros cobrada ao país caísse (60% das receitas de privatização tiveram origem externa). Uma evidência da restauração da credibilidade argentina foi a redução do prêmio de risco país de 15% em 1990, para 4% em julho de 1993, mês em que o governo privatizou sua companhia de petróleo, YPF.

Os números do programa argentino são eloquentes: em 1989, havia 92 empresas públicas, cujas receitas, despesas, prejuízos e transferências de recursos do Tesouro corresponderam naquele ano a 15,3%, 20,8%, 5,5% e 1,4% do PIB do país, respectivamente. Em 1994, restavam apenas 8 empresas públicas; das demais, 25 haviam sido vendidas, 12 concedidas, 18 liquidadas, 3 transferidas para províncias e municípios e 25 estavam em processo de privatização. Considerados os

¹⁸ Esta seção será baseada nesse trabalho.

títulos da dívida externa - aceitos como moedas de privatização - pelos valores nominais, arrecadaram-se 22,9 bilhões de dólares (12% do PIB médio do período) entre 1991 e 1994; pelo valor de mercado dos títulos, 14,7 bilhões de dólares (7,7% do PIB). Os pagamentos à vista representaram 44% das receitas totais; o restante foi pago em títulos da dívida externa, reduzindo-a em 23%. Há, entretanto, que se deduzir do montante arrecadado, os custos do programa de privatização que não foram desprezíveis; apenas o plano de demissão voluntária, aplicado às empresas antes da privatização, custou 2 bilhões de dólares ao governo.

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

No Chile, a privatização teve características completamente distintas do caso argentino. O processo durou pelo menos 15 anos, passando por várias fases durante esse período. A primeira foi logo após o golpe de estado que derrubou o governo socialista de Salvador Allende. O traço marcante foi a volta para o setor privado de empresas que haviam sido nacionalizadas durante o governo socialista (1970-73). A segunda fase inicia-se em 1975 e vai até 1979; obteve-se 1,16% do PIB de receitas de privatização em média por ano durante o período. A principal característica foi a baixa preocupação com a eficiência alocativa: grupos privados

com influência no governo adquiriram empresas estatais do setor industrial e bancário, sem maiores preocupações do governo com a regulação.

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

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

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

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

Por que se esperaria que as empresas tivessem melhor performance enquanto privadas que enquanto estatais: algumas evidências¹⁹

Como se viu anteriormente, a expectativa de melhor performance após a privatização é um elemento chave para a avaliação superior do comprador privado em relação à avaliação do vendedor (o setor público). Naquela seção, se desenvolveram um pouco as razões de se esperar tal melhora de performance; aqui vai-se aprofundar este ponto. A literatura internacional sobre privatização procura explicar as diferenças de performance entre empresas públicas e privadas a partir dos diferentes incentivos do(s) proprietário(s) que alterariam a sua relação com os administradores das empresas, ou seja, o monitoramento seria distinto, de acordo com a estrutura de propriedade vigente. Assim, a relação entre os proprietários de uma empresa e seus administradores é tratada como um problema do tipo agente-principal, sendo estabelecido um contrato entre o proprietário e administrador.

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

¹⁹ Para uma abordagem abrangente deste ponto, ver Vickers & Yarrow (1988), Bös (1991) e Lima (1997).

monitorar o comportamento dos administradores e empregados públicos por parte dos cidadãos.

Além disso, o custo de um monitoramento das empresas é muito alto para cada cidadão individualmente. Hanke (1991) adiciona ainda a baixa probabilidade de quebra de empresas públicas e a ausência da ameaça de “*takeover*” como mostras do baixo incentivo à eficiência presentes nas estruturas de propriedade públicas.

Os governantes, entretanto, têm incentivos mais forte para tentar monitorar as empresas públicas de acordo com o interesse público. O primeiro deles é que uma performance eficiente das empresas pode ser utilizado como instrumento de *marketing* político do governo. Outro incentivo é que um desempenho financeiro satisfatório pode contribuir para um maior equilíbrio das contas públicas.

No caso de utilização da boa performance como parte do marketing político nas eleições, Vickers & Yarrow argumentam: “*Further, the election will be concerned with a wide range of issues, not just with the question of the stewardship of any one publicly owned firms. In these circumstances, the average voter has very little incentive to acquire costly information about the performance of elected representatives in monitoring particular firms*” (Vickers & Yarrow, 1988, p.31).

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

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

Assim, há dois movimentos: da sociedade em geral que demonstra pouco interesse direto no desempenho das estatais e dos governantes eleitos que podem

ter incentivo a um maior monitoramento das empresas para utilizar o seu desempenho como instrumento político.

Ocorre que o governo pode ter outros objetivos que ele julgue mais importante do ponto de vista eleitoral que a eficiência econômica das estatais. Pode-se utilizar as estatais como instrumento de combate à inflação, de captação de recursos externos, de diminuição de desequilíbrios regionais, etc. (Ver Werneck, 1987). Óbvio que tais políticas prejudicarão a performance econômica das empresas.

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

O principal incentivo do proprietário de uma empresa privada é o lucro. Este o beneficia diretamente e a sua ausência também o prejudica diretamente. O argumento de Hanke é emblemático: *Private enterprises (assets) are owned by individuals who are free to use and transfer, within the confines of the law, their private property (assets). Consequently, those who own private property have residual claims on private enterprises assets. When private enterprises produce goods and services that consumers demand, at costs that are lower than market prices, profits are generated. As a result, property owners must face the fact that their behaviour can increase or decrease the value of their residual claims on assets, and that their behaviour can ultimately result in bankruptcy*” (Hanke, 1991 p. 976).

Nota-se, assim, um forte incentivo à monitoração do comportamento dos executivos e/ou dos empregados. Continua Hanke: *“Private owners face significant incentives that make it desirable to monitor the behaviour of private enterprise managers and employees, so that they will tend to supply what consumers demand and do so in a cost-effective manner. Consequently, private managers and employees find it difficult to engage in shirking behaviour or behaviour that is inconsistent with the enhancement of the present value of the private enterprise (the owner’s wealth). [Hanke, 1991 p. 976].*

No caso de uma empresa em que a propriedade está dividida entre muitos acionistas, o que faz com que cada um tenha pouco incentivo para tentar monitorar cada empresa em particular. Além disso, o acionista sabe que o seu comportamento

individual pouca influência terá sobre o desempenho da empresa e tende a esperar que os demais acionistas tomem atitudes na direção de controlar os dirigentes, ou seja, cada acionista individualmente, não está disposto a pagar o custo de tentar monitorar os dirigentes. Se todos agem dessa forma, instala-se o problema do “*free rider*”, o torna o monitoramento deficiente, tendendo a prevalecer os interesses dos agentes (administradores) em detrimento daqueles dos acionistas. Um incentivo contrário a este tipo de comportamento é o risco de uma queda no preço das ações decorrente de má administração, o que exporia a empresa ao perigo de um *takeover*. Tal perigo representa um incentivo à boa gestão, pois o *takeover* lhes tiraria os cargos. Vickers & Yarrow afirmam: “*The existence of this perceived threat of takeover in turn acts as an incentive mechanism that deters management from the pursuit of policies that are substantially at variance with the interests of its shareholders*” (Vickers & Yarrow, 1988, p.16).

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

Para testar na prática quem de fato é mais eficiente, resumiu-se uma série de trabalhos que tentaram comparar as diferenças de performance entre empresas públicas e privadas. Este tipo de trabalho é sempre sujeito a crítica de que as empresas estatais atendem a objetivos sociais e não poderiam ser comparadas com empresas privadas, seguindo critérios de eficiência plenamente válidos apenas para empresas cujo objetivo principal fosse a maximização de lucros. A questão é que a falta de definição precisa quanto aos objetivos possibilita uma discricionariedade muito grande por parte dos administradores das empresas públicas, visto que é difícil avaliar se a performance foi positiva ou negativa face a ausência de

parâmetros claros de avaliação. Assim, uma empresa que apresente prejuízos pode ter os mesmos justificados porque o interesse social foi atingido. Stiglitz argumenta que a busca de objetivos exclusivamente privados em detrimento de objetivos sociais pode ocorrer com a privatização, e esta possibilidade levaria a um comportamento muito cômodo por parte dos administradores das empresas estatais: “*Managers can always claim that the reason they are losing money is not that they are inefficient or incompetent, but that they have pursuing other goals and it is virtually impossible for an outsider to judge the validity of those claims*” (Stiglitz, 1990, pag. 32).

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

Mesmo com as restrições de dificuldade de comparação, alguns estudos foram feitos. Yarrow (1986) resenha vários 28 trabalhos realizados que tentaram comparar as diferenças de performance entre empresas públicas. Deles, 17 concluíram serem as empresas privadas mais eficientes, 6, as empresas públicas e 5 deram resultado indiferente ou ambíguo. A conclusão do autor é que “*where product markets are less monopolized, the comparative performance suggest a more favourable verdict on private enterprises, implying that incentive failures associated with government monitoring are empirically significant*” (Yarrow, op. cit. 1986). Boardman e Vining (1989) também sumarizaram uma série de pesquisas empíricas (parte deles, são os mesmos de Yarrow) tratando do tema. De um conjunto de 54 estudos analisados, 6 concluíram

que empresas estatais são mais eficientes, 16 que não há diferença ou que os resultados são ambíguos e 32 verificaram que empresas privadas são mais eficientes. Tais pesquisas analisaram empresas públicas e privadas no mesmo período de tempo e na maior parte dos casos em setores de baixa competição (Ver Quadro 9). Segundo tais autores, a ausência de evidência inequívoca de que as empresas privadas seriam mais eficientes deve-se principalmente à baixa competição no mercado em que atuam as empresas analisadas, tendo as mesmas um monopólio natural ou um duopólio regulado ou seu produto não é ou não pode ter preços estabelecidos por forças competitivas (produtos de saúde, por exemplo).

Boardman e Vining (1989) fizeram eles próprios uma pesquisa a partir da lista das 500 maiores empresas não americanas do mundo publicada revista Fortune em 1983, que atuam em um ambiente competitivo. A novidade no estudo é a inclusão de empresas mistas (patrimônio parte estatal, parte privado). Além das mistas, os autores compararam a performance de estatais e de empresas privadas, segundo 4 critérios de lucratividade (retorno sobre o patrimônio, retorno sobre os ativos, retorno sobre as vendas e renda líquida) e 2 critérios de eficiência-X (vendas por empregado e vendas por ativo). As conclusões foram que as empresas privadas são mais lucrativas e mais eficientes que as empresas mistas e estatais. As empresas mistas têm uma lucratividade igual ou pior que as empresas estatais e apresentam eficiência igual ou superior às estatais. Entretanto, há algumas diferenças de acordo com o indicador de lucratividade e de eficiência. As empresas privadas tiveram maior média e menor desvio padrão em todos os indicadores de lucratividade. As empresas estatais apresentaram médias mais altas e menor desvio padrão em relação às empresas mistas em três indicadores de lucratividade (retorno sobre o patrimônio, retorno sobre as vendas e retorno sobre os ativos) e média mais baixa, mas desvio padrão mais baixo no indicador renda líquida. Nos indicadores de eficiência, as empresas estatais tiveram média mais alta e menor desvio padrão no critério vendas por empregado e média mais baixa, mas menor desvio padrão no critério vendas por ativo em relação às empresas privadas. As empresas mistas tiveram as piores médias, mas o menor desvio padrão no item vendas por

empregado e médias mais altas, mas desvio padrão mais alto no critério vendas por ativo em relação às empresas estatais (Ver Quadro 10).

Spraos (1990) apresenta as conclusões de uma pesquisa publicada em 1990 por Vickers e Yarrow referente ao período 1979-89 em empresas britânicas. A pesquisa comparou monopólios naturais e setores competitivos antes e depois da privatização. O objetivo era saber se as empresas melhoraram ou pioraram o desempenho antes e depois da privatização. No primeiro grupo foram analisadas a British Gas, a British Rail, o Post Office e a British Telecom e elegeu-se a produtividade do trabalho como o critério de desempenho. No segundo grupo, a Cable and Wireless, a Associated British Ports, a Britoil, a Jaguar e a British Aerospace e escolheu-se o critério de lucratividade como medida de desempenho (Ver Quadros 12 e 13). Vale salientar que a escolha de uma única variável como medida de desempenho já é passível de fortes críticas; mais adequado seria uma análise com diversas variáveis.

A British Gas apresentou rápido crescimento de produtividade no período de preparação para a privatização e crescimento lento após a efetivação da mesma. A British Rail e o Post Office que permaneceram sob controle estatal apresentaram um crescimento da produtividade semelhante ao da British Gas. A British Telecom, privatizada em 1984, apresentava até 1989 pouca evidência de aumento da produtividade no período.

Quanto aos setores competitivos, a Cable and Wireless e Associated British Ports tiveram performances bem superiores após a privatização; a Britoil e a Jaguar pioraram a performance (embora se atribua a fatores exógenos) e a British Aerospace não alterou a performance.

Outro estudo, comentado pela revista *The Economist* de 11 de março de 1995, trata do crescimento da produtividade total de setores monopolizados no período de 1989-1994. A British Telecom teve um ótimo desempenho com crescimento da produtividade a taxas superiores a 7,2% ao ano. A British Gas continuou com baixo crescimento da produtividade, não superior a 0,4% ao ano. O

Post Office e a British Rail permaneceram estatais e tiveram crescimento da produtividade de 3% e 0,9% ao ano respectivamente.

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

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

Foram os seguintes os desempenhos das empresas competitivas após a privatização²⁰: retorno sobre as vendas (+37%), vendas por empregado (+15%), aquisições de bens de capital sobre as vendas (+90%), vendas reais (+28%), emprego total (+2%), dívida por ativo (-4%), dividendos sobre as vendas (+59%).

Para as empresas em indústrias não competitivas: retorno sobre as vendas (+15%), vendas por empregado (+1%), aquisições de bens de capital sobre as vendas (+1%), vendas reais (+32%), emprego total (-9%), dívida por ativo (-6%), dividendos sobre as vendas (+660%). Um problema é que com exceção de vendas reais, todos os demais indicadores foram não significativos estatisticamente no caso de indústrias não competitivas (Quadro 11).

Pinheiro (1996) apresenta um estudo utilizando a mesma metodologia de Megginson et al (1994) para as privatizações realizadas no Brasil. A análise é feita

²⁰Mediana dos indicadores. O autor apresenta a média e a mediana, mas esta é considerada uma medida de tendência central melhor. Em geral, a média é mais utilizada porque a mediana só é de fácil cálculo quando a amostra é pequena.

para o conjunto de todas as privatizações e faz-se também um corte, dividindo os casos entre os processos ocorridos antes de 1990 e depois. As variáveis eleitas para a análise foram receita líquida, lucro líquido, patrimônio líquido, investimento, imobilizado, número de empregados, endividamento e liquidez corrente e mais seis variáveis derivadas diretamente delas referentes a eficiência interna (vendas/empregado e lucro/empregado), lucratividade (lucro/vendas e lucro/patrimônio líquido) e propensão a investir (investimento/vendas e investimento/imobilizado).

No geral, as privatizações levaram a uma melhoria considerável dos indicadores acima, mas algumas particularidades interessantes apareceram.

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

Nas privatizações ocorridas na década de 90, todos os indicadores foram significativos estatisticamente, destacando-se, do ponto de vista econômico, os seguintes fatos: diminuiu o número de empregados (-40,2%), aumentaram a produção por empregado (+70%), o patrimônio líquido (+208%), o investimento (+432%), o investimento sobre as vendas (+301%) e o investimento sobre o imobilizado (+138%)²¹. O resultado para o conjunto das empresas privatizadas (décadas de 80 e 90) revelou-se estatisticamente significativo para todas as variáveis, exceto liquidez corrente. Com exceção do lucro líquido, todos os demais indicadores econômicos melhoraram sensivelmente com destaque para o crescimento dos investimentos, do investimento sobre as vendas e do investimento sobre o imobilizado (Ver Quadro 12).

²¹Mediana dos indicadores.

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

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

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

tonelada caíram 14% e os preços da tonelada caíram 3%. Chama a atenção o fato de a participação do mercado externo como comprador ter aumentado de 89% do total das vendas para 96%.

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

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

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

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

Para as empresas privatizadas, os resultados obtidos foram os seguintes: no agregado, todos os indicadores de performance melhoraram sensivelmente com destaque para o aumento das vendas (+ 65%), para a volta dos lucros e para a redução do número de empregados (-28%); quando se observa empresa por

empresa, alguns resultados divergentes apareceram: a CST e a Petroflex diminuíram o patrimônio líquido, a Petroquímica União, a Petroflex e a Fosfertil aumentaram o grau de endividamento geral, A CST e a Cosipa diminuíram os ativos, a Copesul diminuiu o lucro líquido, o retorno sobre as vendas e sobre os ativos, a Usiminas reduziu o retorno sobre as vendas e o retorno sobre o patrimônio e as vendas por ativo permaneceram inalteradas, a Fosfertil diminuiu as vendas por ativo (Quadro 7).

O fato de algumas empresas terem apresentado piora de alguns indicadores confirma que não é a estrutura de propriedade uma varinha mágica que basta acioná-la para a performance melhorar. Parece claro que há um efeito positivo, mas tal efeito interage com outros que podem anulá-lo.

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

As vendas (+17,5%), os lucros (+109%), os ativos (+39,2%), o retorno sobre as vendas (+332%) e o retorno sobre o patrimônio (+120%) aumentaram consideravelmente. O endividamento geral e as vendas por ativo permaneceram praticamente constantes (Quadro 8).

O que se observa é que a melhora dos indicadores de performance não foi exclusividade das empresas estatais privatizadas, mas um movimento que se generalizou entre as 500 maiores empresas privadas do país no período após a realização das privatizações, embora de forma menos intensa. Assim, conclusões sobre os benefícios da privatização sobre a performance de empresas que não levem em conta que a melhoria dos indicadores deveu-se não somente à mudança de propriedade, mas a um período mais favorável da economia brasileira logo após as privatizações pode cometer o erro de superestimar o papel das privatizações.

A grande maioria dos estudos mostrou melhor performance das empresas privadas comparadas com a performance de empresas públicas. É verdade que um

número não desprezível de pesquisas sugeriram um resultado a favor da empresa pública. Uma característica importante se extrai das evidências empíricas: quando a empresa atua em uma estrutura de mercado pouco competitiva, a conclusão de que a empresa privada é mais eficiente é mais difícil de se alcançar. É o caso das evidências empíricas listadas por Boardman e Vining (1989) e também concluído por Vickers & Yarrow (1993). Nesse caso, o resultado é ambíguo com ligeira vantagem para a empresa privada.

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

O que os resultados desta seção sugerem é que há razões para que o empresário privado considere que há potencial de melhora a performance da empresa estatal, o que faria *ceteris paribus* que sua avaliação da empresa fosse superior à avaliação do setor público. Tal fato possibilitaria a venda das empresas com ganho patrimonial para o governo.

Os resultados da várias pesquisas mencionadas no trabalho são sumarizados nos quadros a seguir.

Quadro 7

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

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

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

Gazeta Mercantil - Balanço Anual (vários números);

Conjuntura Econômica - as super 500 (vários números);

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

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

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

Continuação (Quadro 7)

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

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

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

Gazeta Mercantil - Balanço Anual (vários números);

Conjuntura Econômica - as super 500 (vários números).

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

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

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

Quadro 8

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

ano/indicador	Vendas	Ativos	lucros	ROE	ROA	ROS	End. Geral	V/A
1989	245814	151987	12260	14	8	4,9	41	1,05
1990	205092	125907	894	1,4	0,7	0,4	49	0,93
1991	198314	179013	4010	-3,6	2,2	-2	37,9	0,89
1992	215023	199489	541,6	0,4	0,3	0,2	39	0,87
média(89-92)	216060,7	164099	4426,4	3,05	2,8	0,88	41,73	0,94
1993	240101	224624	4166	3,1	1,9	1,7	40,9	0,85
1994	255033	242332	15690	10,7	6,5	6,1	39,8	0,98
1995	266636	218617	7951	6,3	3,6	3,7	42	0,99
média(93/95)	253923	228524	9269	6,7	4	3,8	40,9	0,94
Varição (89/92)vs.(93/95) (%)	17,5	39,2	109	120	43	332	-2	0

Fonte: Exame: Maiores e Melhores - vários números

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

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

Quadro 9

Comparações de performance entre empresas públicas e privadas (Vários estudos)

Estudo	Pública mais eficiente	Privada mais eficiente	Indiferente ou ambíguo
Listados por Boardman & Vining (1989)			
Shepherd (1966)*		X	
Mann (1970)*			X
Moore (1970)*		X	
Davies (1971)		X	
Mann & Mikesell (1971)*	X		
Peltzman (1971)		X	
Clarkson (1972)*		X	
Tilton (1973)*		X	
Ahlbrecht (1973)*		X	
De Alessi (1974)*		X	
Pier et al. (1974)	X		
Yunker (1975)			X
Meyer (1975)	X		
Pashigian (1976)		X	
Crain & Zardkoohi (1978, 1980)*		X	
Rushing (1974)*		X	
Kemper & Quigley (1976)*			X
Hausman (1976)*		X	
Frech (1976)		X	
Savas (1977)		X	
Davies (1977)		X	
Pommerehne & Frey (1977)*		X	
Morgan (1977)*		X	
De Alessi (1977)		X	
Collins & Downes (1977)*			X
Stevens (1978)*		X	
Edwards & Stevens (1978)*		X	
Frech (1980)*		X	
Bishop (1980)*		X	

Continuação (Quadro 9)

Estudo	Pública mais eficiente	Privada mais eficiente	Indiferente ou ambíguo
Listados por Boardman & Vining			
Finsinger (1982)		X	
Wilson & Jadow (1982)		X	
Feigenbaum & Teeple (1983)			X
Schlensinger & Dorwart (1984)		X	
Spann (1977)*			X
Bays (1979)*		X	
Davies (1981)*		X	
Bruggink (1982)	X		
McGuire & Van Cott (1984)*		X	
Becker & Sloan (1985)*			X
Listados por Yarrow (1986)			
Pryke (1982)		X	
Pryke (1982)		X	
Spann (1974)			X
Pryke (1982)		X	
Rowley-et-al. (1981)		X	
Mann-et-al. (1981)	X		
Savas (1974)		X	
Outros estudos			
Boardman & Vining (1989)		X	
Vickers & Yarrow (1990)			X
Megginson et al. (1994)		X	
Galal et al. (1994)		X	
Kifordu (1996)		X	
Pinheiro (1996)		X	

Fonte: Boardman & Vining (1989), Yarrow (1986) Spraos (1990),

Megginson et al. (1994), Galal et al. (1994), Kifordu (1996), Pinheiro (1996).

Obs.: Os trabalhos listados por Yarrow aqui citados são aqueles que não coincidem com os de Boardman & Vining (1989).

Quadro 10

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

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

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

Quadro 11

Comparações de performance antes e depois da privatização - estudo de Megginson et al. (Indústrias competitivas e Indústrias não competitivas)

Critério	Média Antes (mediana)	Média Depois (mediana)	Estatística Z para diferença nas medianas
•Lucratividade			
Retorno sobre as vendas			
Competitivo	0,0512 (0,043)	0,0809 (0,058)	3,07 ^a
Não competitivo	0,0663 (0,062)	0,0771 (0,07)	0,88
•Eficiência			
Vendas/Empregado			
Competitivo	0,9325 (0,94)	1,069 (1,076)	3,88 ^a
Não competitivo	1,014 (1,034)	1,046 (1,048)	0,61
•Investimento sobre as vendas			
Competitivo	0,1145 (0,064)	0,175 (0,123)	2,28 ^b
Não competitivo	0,1290 (0,1206)	0,137 (0,1217)	0,254
•Nº empregados			
Competitivo	41.310 (23.310)	43.650 (23.800)	0,381
Não competitivo	39.940 (59.980)	42.300 (55.130)	1,048
•Vendas reais			
Competitivo	0,8853 (0,8702)	1,13 (1,147)	4,12 ^a
Não competitivo	0,9273 (0,9167)	1,161 (1,053)	2,308 ^b

Continuação (Quadro 11)

Critério	Média Antes (mediana)	Média Depois (mediana)	Estatística Z para diferença medianas
• Dívida por ativo			
Competitivo	0,6081 (0,6231)	0,5734 (0,5988)	-2,33 ^b
Não competitivo	0,7768 (0,955)	0,7746 (0,9034)	-1,325
• Dividendo/vendas			
Competitivo	0,0128 (0,0049)	0,0260 (0,0176)	3,764 ^a
Não competitivo	0,013 (0,0057)	0,0435 (0,0434)	2,606 ^d

^a Indica significância ao nível de 1%

^b Indica significância ao nível de 5%.

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

Fonte: Megginson, Nash & Randenborgh (1994).

Quadro 12

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

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

^a Indica significância ao nível de 1% para o teste unilateral ^b Indica significância ao nível de 5% para o teste unilateral

Fonte: Pinheiro (1996)

Quadro 13

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

<u>Monopólios</u>	<u>Produtividade</u>
-------------------	----------------------

	<u>BG</u> (privatizada em 1985)	em <u>BT</u> (privatizada em 1984)	em <u>BR</u> (permaneceu estatal)	<u>PO</u> (permaneceu estatal)
1979-83	estagnada	estagnada	estagnada	estagnado
1983-87	crescimento rápido	estagnada	crescimento rápido	crescimento rápido
1987-89	crescimento lento	estagnada	crescimento lento	crescimento lento
1989-94	crescimento lento	crescimento rápido	crescimento lento	crescimento rápido

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

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

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

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

Quadro 14

Desempenho financeiro de empresas competitivas antes e depois da privatização - Grã-Bretanha

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

Fonte: SPRAOS (1992)

Conclusão

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

Ao mesmo tempo, o país entra na fase mais importante do seu programa de privatização, esperando-se arrecadar mais de R\$ 85 bilhões nos próximos quatro anos, valor que pode desempenhar um papel muito importante na transição entre a atual situação fiscal e a fase de equilíbrio duradouro nas contas públicas, somente possível quando as reformas constitucionais encaminhadas pelo governo ao Congresso Nacional começarem a surtir efeitos.

Pelo modelo montado neste trabalho de avaliação do impacto da privatização sobre as contas públicas, verificou-se que, se mantidas as mesmas condições prevalentes no passado, a privatização tende a diminuir as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) intertemporalmente. Aquele modelo apontou três elementos com impacto sobre as NFSP: o dividendos não mais recebidos pelo governo, os juros referentes à dívida abatida não mais pagos e as necessidades de financiamento das empresas estatais que saem do cômputo das NFSP. Os dados apresentados mostram que o governo tem recebido poucos dividendos em relação ao seu patrimônio investido; tem pago uma taxa de juros bem superior ao retorno dos seus investimentos nas estatais e que as necessidades de financiamento das empresas estatais, apesar de não elevadas, têm

sido positivas. A conclusão é que, mantidas as condições que vigoraram no passado, a privatização é um ótimo negócio para o governo, diminuindo as NFSP intertemporalmente. É óbvio que nada garante que as condições do passado seriam mantidas. As estatais poderiam passar por um processo de reestruturação para se tornarem de fato rentáveis para o governo. Ressalte-se que, apesar de possível, tal tarefa não seria fácil porque a má performance das estatais é uma característica mundial pelos baixos incentivos aos seus administradores para perseguirem a eficiência econômica, embora haja exceções, conforme se abordou em seção anterior deste trabalho. Do lado das taxas de juros, há uma certa tendência de queda para os próximos anos.

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

Bibliografia

ARROW, K. J. "Agency and The Market". In **Handbook of Mathematical Economics**, Vol. III, editado por K. J. Arrow e M. D. Intriligator. Elsevier Science Publishers B. V. (North-Holland), Chapter 23. 1986.

ARROW, K. J. & LIND, R. C. "Uncertainty and the evaluation of public investment decisions". **American Economic Review**. Volume LX, N° 3. June 1970.

AHBRECHT, R. "Efficiency in the provision of fire services". **Public Choice** 16. p. 1-15. Fall 1973.

ATKINSON, S. E., Halvorsen, R. "The relative efficiency of public and private firms in a regulated environment: the case of U.S. electric utilities." **Journal of Public Economics** 29, p. 281-94. Abril de 1986.

BAYS, C. "Cost comparisons of forprofit and nonprofit hospitals." **Social Science and Medicine**, 13C, p.219-25. 1979.

BECKER, E., SLOAN, F. A. "Hospital ownership and performance." **Economic Inquiry** 23, p. 21-36. Jan.1995.

BISHOP, C. "Nursing home cost studies and reimbursement issues." **Health Care Financing Review** 1, p. 47-64. Spring 1980.

BOARDMAN, A. E., VINING, A.R. "Ownership and performance in competitive environments: a comparison of the performance of private, mixed and state-owned enterprises." **Journal of Law and Economics** 32. Apr. 1989.

BÖS, D., "**Privatization: a theoretical treatment.**" Oxford: Clarendon Press. 1991.

BREYER & MAC'AVOY. "Regulation and deregulation". In **The New Palgrave Dictionary of Economics**. Basil Blackwell, vol. 4. 1991.

BRUGGINK, T. H. "Public versus regulated private enterprise in the municipal water industry: a comparison of the operating costs." **Quartely Review of Economics and Business** 22, p. 111-125. Spring 1982.

BUITER, W. H. "A guide to public sector debt and deficit". **Economic Policy**. 1985

CAVES, D. W. , CHRISTENSEN, L. The relative efficiency of public and private firms in a competitive environment: the case of Canadian railroads. **Journal of Political Economy** 88, p.958-976, Oct. 1980.

CAVES, D W. ET AL. "Economic performance of U.S. and Canadian Mailroads." In: Stanbury, W. T., Thompson, F. (eds.). **Managing public enterprises**. New York: Praeger, p. 123-151. 1982.

CLARKSON, K. W. " Some implications of property rights in hospital management." **Journal of Law and Economics** 15, p. 363-384, Oct.1972.

COLLINS, J., DOWNES, B. "The effect size on the provision of public services: the case of solid waste collection in smaller cities." **Urban Affairs Quartely** 12. p. 333-45. 1977.

CRAIN, W. M., ZARDKOOHI, A. "A test of the property rights theory of the firm: water utilities in the United States." **Journal of Law and Economics** 21, p. 395-408. Oct. 1978.

DAMODARAN, A. "Avaliação de investimentos". Quality Mark Editora. 1997.

- _____. "Public sector expansion: stagnant technology or attenuated property rights?" **Southern Economic Journal** 46, p. 1069-82. 1980.
- DAVIES, D. "The efficiency of public versus private firms: the case of Australia's two airlines." **Journal of Law and Economics** 14, p. 149-65. Apr. 1971.
- _____. "Property rights and economic efficiency: the Australian Airlines revisited" **Journal of Law and Economics** 14, p. 223-226. Apr. 1977.
- _____. "Property rights and economic behavior in private and government enterprises: the case of Australia's Banking System." Vol. 3, editado por Richard O. Zerbo, pp. 111-42. Greenwich, Conn.: JAI, 1981.
- DE ALESSI, L. "An economic analysis of government ownership and regulation: theory and evidence from the electric power industry." **Public Choice** 19, p. 1-42. Fall 1974.
- _____. "Ownership and peak-load pricing in the electric power industry." **Quarterly Review of Economics and Business** 17, p. 7-26. Winter 1977.
- EDWARDS, F., STEVENS, B. "The provision of municipal sanitation by private firms: an empirical analysis of the efficiency of alternative market structures and regulatory arrangements." **Journal of Industrial Economics** 27 p.133-47. De. 1978.
- FÄRE, R., GROSSKOPF, S., LOGAN, J. "The relative performance of publicly owned and privately owned electric utilities." **Journal of public economics** 26, p. 89-106, Feb. 1985.
- FEIGENBAUM, S., TEEPLES, R. "Public versus private water delivery: a hedonic cost approach." **Review of Economics and Statistics** 65, p. 672-78, Nov. 1983.
- FINSIGER, J. "The performance of public enterprises in insurance markets." Paper presented at a conference on the performance of public enterprise, Liège, Sart Tilman, 1982.
- FORSYTH, P. J., HOCKING, R.D. "Property rights and efficiency in a regulated environment: the case of Australian airlines." **Economic Record** 56, p. 182085, 1980.
- FRECH, H. E., III. "The property rights theory of the firm: empirical results from a nature experiment." **Journal of Political Economy** 84, p. 143-52. Feb. 1976.
- _____. "Property Rights, the theory of the firm, and competitive markets for top decisions-makers." In **Research in Law and Economics**, Vol 2, editado por Richard O. Zerbo, p.49-63. Greenwich, Conn.:JAI, 1980.
- FRECH, H. E., III, e GINSBURG, P.B. "The cost of nursing home care in the United States: government financing, ownership and efficiency." In **Health, Economics, and Health Economics**, edited by Jacques van der Gaag and Mark Perlman, p. 67-81. New York: North-Holland, 1981.
- GALAL, A., JONES, L., TANDOM, P., VOGELSANG, I. "**The welfare consequences of selling public enterprises: an empirical analysis.**" World Bank, Oxford University Press, 1994.
- GIAMBIAGI, F. "O ajuste fiscal de 1999/2000". Mimeo. Agosto de 1997.
- GIAMBIAGI, F. & PINHEIRO, A. C., "Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre a privatização no Brasil." Texto para Discussão 34. BNDES. 1996.
- HANKE, S. Privatization. "**IN The New Palgrave Dictionary of Economics.**" Basil Blackwell, Vol 4. 1991.

- HAUSMAN, J. M. "Urban water services pricing: public vs. private firms". **Unpublished Ph.D dissertation**, George Washington University, Department of Economics. 1976.
- HIRSCH, W. Z. "Cost functions of an urban government service: refuse collection." **Review of Economics and Statistics** 47, p.87-92, Feb. 1965.
- HART, O. & HÖLMSTROM, B. "The theory of contracts". In *Advances in economic theory*, Fifth World Congress, editado por T. Bewley. New York: Cambridge University Press. 1987
- JENSEN, M. C. "Agency costs of free cashflow, corporate finance and takeovers." **American Economic Review** 76: 323-329
- JORDAN, W.A. "Performance of North American and Australian Airlines." In **Managing Public Enterprises**, editado por William T. Stambury e Fred Thompson, p. 161-99, New York: Praeger, 1982.
- KAY, J., THOMPSON, D. Privatization: a policy in search of a rationale. **Economic Journal**, vol. 96, p. 18-38, 1986.
- KEMPER, P. E QUIGLEY, J. **The economics of refuse collection**. Cambridge, Mass.: Ballinger, 1976.
- KIFORDU, H. Dissertação de Mestrado. UNB. 1996.
- KITCHEN, H. "A statistical estimation of an operating cost function for municipal refuse collection." **Public Finance Quarterly** 4, p. 56-76, Jan. 1976.
- KREPS, D.M. "A Course in Microeconomic Theory". Princeton University Press. 1990.
- KRUEGER, A. O. "The political economy of the rent seeking society". **American Economic Review**. June 1974.
- LARRAIN, G. WINOGRAD, C. D., "Privatisation massive, finances publiques et macroéconomie: le cas de l'Argentine e du Chili." **Revue économique**. Vol 46, N° 6. 1996
- LEIBENSTEIN, H. "Allocative efficiency vs. X-efficiency." **American Economic Review** 56, p. 392-413, Apr. 1966.
- LEWIN, A. Y. "Public enterprise, purposes and performance." In **Managing public enterprises**, editado por William T. Stanbury and Fred Thompson, p. 51-78. New York: Praeger, 1982.
- LIMA, E.C. P., "Privatização e performance econômica: teoria e evidência empírica". Texto para discussão. IPEA (a ser publicado em 1997).
- LINDSAY, C.M. "A Theory of government enterprise." **Journal of Political Economy** 84, p.1061-77. Oct. 1976.
- MANN, P. & MIKSELL, J. "Ownership and water system operation". **Waterworks Bulletin**. 1976.
- MAS-COLELL, A., WHINSTON, M. D. & GREEN, J. R. "Microeconomic Theory". Oxford University Press. 1995.
- MCGUIRE, R. A., COTT, T. E NORMAN VAN. Public versus private economic activity: a new look at school bus transportation. **Public Choice** 43, p. 25-43, 1984.
- MANN, P. C. Public owned electric utilities profits and resource allocation. **Land Economics** 46, p. 478-84, Nov. 1970.

- MANN, P. C., MIKESELL, J.L. Tax payments and electric utilities prices. **Southern Economic Journal** 38, p. 69-78, July 1971.
- MEGGINSON, W. L., NASH, R. C., RANDENBORGH, M. VAN. The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis. **Journal of Finance** 49, N.2, p. 403-52, 1994.
- MEYER, R. A. "Public owned vs. privately owned utilities: a policy choice." **Review of Economics and Statistics** 57, p. 391-99, Nov. 1975.
- MOORE, T.G. "The effectiveness of regulation of electric utilities prices." **Southern Economic Journal** 36, p. 365-75, Apr. 1970.
- MORGAN, W. DOUGLAS. "Investor owned vs. publicly owned water agencies: an evaluation of the property rights theory of the firm." **Water Resources Bulletin** 13, p. 775-81, Aug. 1977.
- MORRISON, S. "Property rights and economic efficiency: a further examination of the Australian airlines.
- NEUBERG, L. G. "Two issues in the municipal ownership of electric power distribution systems." **Bell Journal of Economics** 8, p. 303-23, Spring 1977.
- PALMER, J. P.; QUINN, J. E RESENDES, R. "A case study of public enterprise: Gray Coach Lines, Ltd." In **Crown Corporations in Canada: the calculus of instrument choice**, editado por J. Robert S. Prichard, p. 369-446. Toronto: Butterworths, 1983.
- PASHIGIAN, B. P. "Consequences and causes of public ownership of urban transit facilities." **Journal of Political Economy** 84, p. 1239-60, Dec. 1976.
- PAULA, G. M. "Avaliação do processo de privatização da siderurgia brasileira" **Revista de Economia Política**, Vol 17, N° 2(66). 1997.
- PELTZMAN, S. Pricing in public and private enterprises: electric utilities in United States. **Journal of Law and Economics** 14, p. 109-47, Apr. 1971.
- PESCATRICE, D. R., TRAPANI, J. M., III. The performance and objectives of public and private utilities operating in the United States. **Journal of Public Economics** 36, p. 259-276, Apr. 1980.
- PIER, W. J. ; VERNON, R. B. ; WICKS, J. H. "An empirical comparison of government and private production efficiency." **National Tax Journal** 27, p. 653-56, Dec. 1974.
- PINHEIRO, A.C. "No que deu, afinal, a privatização?" Texto para discussão BNDES. 1996.
- POMMEREHNE, W. W., FREY, B. S. Public versus private production efficiency in Switzerland: a theoretical and empirical comparison. In: Ostrom, V. BISH, R. (eds.) **Comparing urban service delivery systems, urban affairs annual review**. Beverly Hills, Calif.: Sage Publications, p. 221-241. 1977.
- PRYKE, R. "The comparative performance of public and private enterprise". **Fiscal Studies**. 1982.
- ROWLEY, C. K., & YARROW, G. "Property rights, regulation and public enterprise: the case of the British Steel Industry 1957-75". **International Review of Law and Economics**. 1981.
- REES, R. "Inefficiency, public enterprise and privatisation". **European Economic Review** 32, p. 422-431, 1988.
- ROSS, S. et alli. Corporate finance. 1993

- RUSHING, W. Differences in profit and non-profit organizations: a study of effectiveness and efficiency in general shortstay hospital. **Administrative Science Quarterly** 19, p. 474-84, Dec. 1974.
- SAPPINGTON, D. E.M. "Incentives in principal-agent relationships". **Journal of economics perspectives** 5, N. 2, p. 45-66, Spring 1991.
- SAPPINGTON, D. E. M., & STIGLITZ, J. E. "Privatization, information and incentives". **Journal of policy analysis and management** 6, N. 4, 567-582. 1987.
- SPRAOS, J. "Um passeio teórico pela privatizações com ilustrações européias". In ZINI, A. **O Mercado e o Estado no desenvolvimento dos anos 90**. IPEA. 1992.
- SAVAS, E. S. "Policy analysis for local governments: public vs. private refuse collection." **Policy Analysis** 3, p. 49-74, Dec. 1974.
- SCHLENSINGER, M., AND DORWART, R. "Ownership and mental-health services." **New England Journal of Medicine** 311, p. 959-65, Oct. 1984.
- SHAPIRO, C., WILLING, R. "Economic rationales for the scope of privatization." Olin Program Discussion Paper 41, Woodrow Wilson School, Princeton University, 1990.
- SHEPHERD, W. G. "Utility growth and profits under regulation." In **Utility Regulation: New directions in theory and practice**, editado por William G. Shepherd e Thomas G. Gies. New York: Random House, 1966.
- SPANN, R. M. "Public versus private provision of governmental services." In **Budgets and Bureaucrats**, editado por T. E. Borcharding, p. 71-89. Duke University Press, 1977.
- STEVENS, B. J., "Scale, market structure, and the cost of refuse collection" **Review of economics and statistics** 60, p. 3438-48, August 1978.
- STIGLITZ, J. E. The economics of public sector. 2^a edição. W.W. Norton. 1988.
- _____. "On the economic role of the state." Basil Blackwell. 1990.
- THE ECONOMIST**. 11-17 de março de 1995.
- TILTON, JOHN E. "The nature of firm ownership and the adoption of innovations in the electric power industry." Paper presented at the public choice society, Washington, D. C., March 1973.
- TRAIN, Kenneth "Optimal regulation: the economics theory of natural monopoly". MIT Press, 1991.
- VELLOSO, R. Déficit Federal: evolução recente e perspectivas. Mimeo. 1997.
- _____. Como acelerar o ajuste fiscal. Trabalho apresentado no IX Fórum Nacional. INAE. 1997.
- VICKERS, J. & YARROW, G. "**Privatisation: an economic analysis**." The Mit Press. 1988.
- _____. Economic perspectives on privatization. **Journal of Economic Perspectives** 5, p. 111-32, Spring 1991.
- WERNECK, R.L.F. "Empresas estatais e política macroeconômica." Ed.Campus. 1987.
- _____. "Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil". Texto para discussão. PUC- RJ, 1989.
- WERNECK, R. & BEVILÁQUA, A. Fiscal Policy sustainability in Brazil. Mimeo. 1997
- WILLING, R. D. "**Public versus regulated enterprise**". Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993. World Bank. 1994.
- YARROW. G. "Privatization in theory and practice." **Economic Policy**. N° 2. April 1986.

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