



**LUCRATIVIDADE,  
DIVIDENDOS E  
INVESTIMENTOS DAS  
EMPRESAS ESTATAIS:  
UMA CONTRIBUIÇÃO  
PARA O DEBATE SOBRE  
A PRIVATIZAÇÃO  
NO BRASIL**

Fabio Giambiagi  
Armando Castelar Pinheiro\*

\* Respectivamente, economista e chefe do  
Departamento Econômico do BNDES.  
Os autores agradecem à Coordenação de Informações  
Econômico-Financeiras da Sest, e especificamente, a  
Ilton Carvalho e sua equipe, pelas informações  
estatísticas referentes às empresas estatais que foram  
utilizadas neste trabalho.

Rio de Janeiro, janeiro - 1996

---

## **Sumário**

|                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| Resumo. ....                                                              | 5  |
| 1. Introdução . . . . .                                                   | 7  |
| 2. O Setor Produtivo Estatal: Bases Quantitativas para o Debate . . . . . | 9  |
| 2.1. As Contas do Setor Estatal . . . . .                                 | 11 |
| 2.2. A Queda dos Investimentos e os Gastos com Pessoal . . . . .          | 13 |
| 2.3. O Valor Patrimonial das Empresas . . . . .                           | 16 |
| 2.4. Lucratividade e Dividendos: A Sub-Remuneração do Tesouro . . . . .   | 18 |
| 3. O Impacto Fiscal da Privatização: Síntese do Modelo Adotado . . . . .  | 21 |
| 4. Uma Avaliação Empírica: Velhas Teses, Novos Elementos . . . . .        | 25 |
| 5. Conclusões . . . . .                                                   | 30 |
| Apêndice . . . . .                                                        | 36 |
| Referências Bibliográficas . . . . .                                      | 48 |

---

---

## **Resumo**

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

---

## 1. Introdução

---

Escrevendo sobre a insistência dos governos da Europa Ocidental em promover a privatização como forma de financiar seus déficits fiscais, Wright (1994, p. 42) concluiu que “a privatização é mais um exemplo dos governos fazendo a coisa certa pelos motivos errados”. Nessa afirmação, ele resumia duas conclusões importantes sobre a relação entre privatização e ajuste fiscal. Primeiro, que empiricamente se observa que a decisão de privatizar está intimamente ligada à existência de um desajuste nas contas do setor público e à busca de uma solução para este problema. Segundo, que todas as análises teóricas e normativas sobre a privatização enfatizam que esta não deve ser direcionada para resolver problemas fiscais, mas sim para aumentar a eficiência da economia.<sup>1</sup>

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

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

Pinheiro e Giambiagi (1994) desenvolvem um modelo para avaliar o impacto da privatização sobre as contas públicas, também concluindo sobre sua reduzida significância.<sup>2</sup> O principal efeito fiscal viria do aumento da rentabilidade e da transferência da responsabilidade de investir nos setores ocupados pelas estatais para o setor privado. De fato, é interessante observar que a Lei 8.031, que criou e regulamenta o Programa Nacional de Desestatização (PND), não lista o ajuste fiscal como um dos objetivos do programa, que ficaria limitado àquilo que resultasse da redução dos encargos sobre a dívida abatida.

Esta posição aparentemente consensual entre os economistas, no Brasil e no exterior, parece ter sido colocada em xeque por um raciocínio aparentemente simples de Campos (1995), que pode ser assim resumido:

---

1 Para uma discussão sobre estas questões, ver Pinheiro e Schneider (1995).

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



“Como o capital da União investido nas empresas estatais rende 1,08% ao ano,<sup>3</sup> a privatização pode ter um significativo impacto fiscal se este patrimônio for vendido e usado para abater a dívida pública, sobre a qual o governo paga juros anuais na faixa de 20% a 25%. A cada R\$ 10 bilhões de patrimônio alienado seria possível obter uma economia líquida de R\$ 1,9 bilhão a R\$ 2,4 bilhões *por ano*.”

O impacto fiscal sugerido por Campos é bastante significativo. Em 1994, o patrimônio líquido da União nas empresas estatais federais somava pouco mais de US\$ 88 bilhões. Se todo esse patrimônio fosse vendido pelo seu valor contábil e usado para abater a dívida pública, seria possível ter uma economia líquida *anual* de cerca de 3,3% do PIB em despesas correntes.<sup>4</sup> É interessante notar que o artigo de Campos traz para a discussão da privatização brasileira uma idéia levantada por Adam Smith há mais de 200 anos, quando este colocou que:<sup>5</sup>

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

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

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

O artigo tem, assim, um duplo objetivo. Por um lado, pretende-se apresentar um conjunto de dados relevantes para um melhor conhecimento do setor produtivo estatal, dados esses que,

3 Média de 1990/93 para os grupos Petrobrás, Eletrobrás, CVRD e Telebrás.

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

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

embora não cheguem a ser confidenciais, são em alguns casos pouco conhecidos e divulgados. Por outro lado, com base nesses dados pretende-se reavaliar o impacto fiscal da privatização no caso brasileiro, atualizando o argumento de outros trabalhos, porém agora à luz da perspectiva de venda das estatais dos setores de mineração, eletricidade e telecomunicações.

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

## **2. O Setor Produtivo Estatal: Bases Quantitativas para o Debate**

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

a) “Não há estatais rentáveis para o Tesouro Nacional... Dados da Sest e uma análise do balanço dos quatro maiores dinossauros, para o período 1990/93, revelam o seguinte: os dividendos pagos à velha viúva – a União – representam, em média, apenas 1,08% ao ano... Na realidade, se deduzidos os aportes da União no período a rentabilidade dos dinossauros se tornaria negativa, em 6,8% ao ano.”

b) “... as estatais trabalham muito mais para os seus funcionários do que para a nação que as financia.”

c) “A diferença entre os dividendos recebidos em 1990/92 e os aportes concedidos e dívidas honradas pelo Tesouro indicam que a União teve de pagar US\$ 1,8 bilhão pela simples honra de ser proprietária de estatais. Considerando-se que o governo teve de levantar dinheiro no mercado para rolar sua dívida a taxas reais de 20% a 25% ao ano, percebe-se que as estatais, longe de serem um motor de crescimento, são uma forma de suicídio econômico.”

d) “Dir-se-á que, se os dinossauros são gigolôs da União e não contribuintes suculentos, constituem um enorme patrimônio. Isso é verdade, mas esse patrimônio só será realizável quando

os dinossauros forem privatizados, caso em que o país se beneficiaria de várias formas: a) auferiria caixa com a venda das empresas; b) livrar-se-ia do endividamento, transferindo-o para os particulares; c) passaria a ter lucros pela cobrança do Imposto de Renda; e d) haveria maior capacidade de investimentos e, portanto, de geração de empregos.”

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

Esta seção se divide em quatro partes. Inicialmente se apresenta a evolução das contas do Setor Produtivo Estatal (SPE), destacando-se os quatro principais grupos: Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), Eletrobrás, Petrobrás e Telebrás. A seguir se examina a evolução do investimento e dos gastos com pessoal das

**Tabela 1**  
**Número de Empresas Estatais Existentes em 1989 – Síntese**

| Grupos/Empresas                 | Setores                  |                      |                            |            | Total      |
|---------------------------------|--------------------------|----------------------|----------------------------|------------|------------|
|                                 | Instituições Financeiras | Siderurgia/Mineração | Petroquímica/Fertilizantes | Outros     |            |
| Banco do Brasil                 | 5                        | 2                    | –                          | 4          | 11         |
| BNDES                           | 3                        | 4                    | –                          | 1          | 8          |
| Banco Meridional                | 3                        | –                    | –                          | 6          | 9          |
| Caixa Econômica Federal         | 1                        | 1                    | –                          | 1          | 3          |
| Outras Instituições Financeiras | 4                        | –                    | –                          | –          | 4          |
| Empresas Típicas de Governo     | –                        | –                    | –                          | 16         | 16         |
| CVRD                            | –                        | 6                    | –                          | 9          | 15         |
| Eletrobrás                      | –                        | –                    | –                          | 9          | 9          |
| Petrobrás                       | –                        | 4                    | 12                         | 7          | 23         |
| Portobrás                       | –                        | –                    | –                          | 9          | 9          |
| RFFSA                           | –                        | –                    | –                          | 4          | 4          |
| Siderbrás                       | –                        | 9                    | –                          | 1          | 10         |
| Telebrás                        | –                        | –                    | –                          | 30         | 30         |
| Hospitais                       | –                        | –                    | –                          | 3          | 3          |
| Outras Empresas                 | –                        | 1                    | –                          | 30         | 31         |
| <b>Total</b>                    | <b>16</b>                | <b>27</b>            | <b>12</b>                  | <b>130</b> | <b>185</b> |

Fonte: Tabela A.1 do Apêndice.

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

7 A Tabela A.1 do Apêndice apresenta a lista completa dessas empresas.

estatais federais. A terceira parte desta seção analisa os dados de patrimônio líquido das estatais. A seção conclui-se com uma discussão sobre a rentabilidade das estatais e da significância dos dividendos recebidos pela União.

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

**Tabela 2**  
**Necessidades de Financiamento Operacional das Empresas Estatais – 1989/94**

|                              | (Em % do PIB) |      |      |       |       |       |
|------------------------------|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| <i>Resultado Operacional</i> | 1989          | 1990 | 1991 | 1992  | 1993  | 1994  |
| Empresas Estatais            | 2,39          | 0,67 | 0,83 | 0,52  | 0,03  | -0,36 |
| Federais                     | 0,57          | 0,07 | 0,76 | -0,18 | -0,68 | -1,06 |
| Estaduais e Municipais       | 1,82          | 0,60 | 0,07 | 0,70  | 0,71  | 0,70  |

Fonte: Secretaria de Política Econômica.

(-) = Superávit.

## 2.1. As Contas do Setor Estatal<sup>10</sup>

A Tabela 3 apresenta a evolução das contas de receita e despesa do SPE no período 1980/93.<sup>11</sup> No Apêndice são apresentadas tabelas (Tabelas A.2 a A.5) similares referentes aos quatro principais grupos do SPE: CVRD, Eletrobrás, Petrobrás e Telebrás.<sup>12</sup> As mudanças de classificação verificadas entre 1981/87 e 1988/93 dificultam parcialmente certas comparações.<sup>13</sup> Entretanto, é possível fazer duas observações gerais:<sup>14</sup>

- 8 O conceito de “empresas estatais” do cálculo das NFSPs abrange o conjunto das empresas federais, estaduais e municipais.
- 9 As empresas estatais federais tiveram um superávit médio de 0,1% do PIB no período.
- 10 No resto do trabalho, salvo alusão em contrário, a expressão “estatal” deve ser subentendida como “estatal federal”.
- 11 Cabe esclarecer que as necessidades de financiamento das empresas estatais, que entram no cálculo das NFSPs, não são iguais à simples diferença entre receitas e despesas desta tabela, na medida em que aquelas são afetadas por alguns ajustes, tais como a forma de apuração da correção monetária, a diferença entre as estatísticas de receita e despesa “acima da linha” e a variação do endividamento “abaixo da linha” etc.
- 12 A desagregação de alguns dados dos anos mais recentes não era feita na primeira metade dos anos 80. Infelizmente, não foi possível reconstituir as estatísticas antigas com base na nova metodologia, pela inexistência da memória dos dados desagregados.
- 13 Além das mudanças de classificação, uma parte da série tem dados obtidos de acordo com o critério de competência e a outra parte tem dados baseados no critério de caixa. Também neste caso, é impossível ter uma série completa com base no mesmo critério de apuração.
- 14 Os dados de despesa com pessoal e investimentos serão analisados na Subseção 2.2.

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

b) da mesma forma, o subsídio do Tesouro, que foi expressivo no final dos anos 80, ficou reduzido a uma proporção ínfima do PIB no início dos anos 90.<sup>15</sup>

**Tabela 3**  
**Recursos e Dispendios das Empresas Estatais – 1980/93**

| (Em % do PIB)                    |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                  | 1980         | 1981         | 1982         | 1983         | 1984         | 1985         | 1986         | 1987         | 1988         | 1989         | 1990         | 1991         | 1992         | 1993         |
| <b>Recursos</b>                  | <b>16,53</b> | <b>19,33</b> | <b>19,41</b> | <b>21,75</b> | <b>22,17</b> | <b>20,57</b> | <b>17,89</b> | <b>20,98</b> | <b>22,81</b> | <b>21,08</b> | <b>16,96</b> | <b>17,44</b> | <b>18,39</b> | <b>15,50</b> |
| Receita Operacional              | 11.67        | 12.93        | 12.45        | 14.01        | 15.39        | 13.61        | 11.95        | 13.34        | 18.07        | 18.06        | 15.60        | 16.12        | 17.45        | 15.95        |
| Receita Não-Operacional          | 1.52         | 1.98         | 0.88         | 1.39         | 1.37         | 1.34         | 0.54         | 0.44         | 0.96         | 0.58         | 0.19         | 0.47         | 0.33         | 0.42         |
| Recursos do Tesouro <sup>a</sup> | 1.20         | 1.64         | 1.37         | 1.12         | 1.19         | 1.21         | 1.62         | 3.07         | 2.27         | 0.80         | 0.08         | 0.47         | 0.13         | 0.11         |
| Crédito                          | 3.05         | 3.48         | 3.82         | 2.57         | 4.33         | 2.40         | 1.45         | 2.24         | 0.94         | 0.72         | 0.40         | 1.06         | 0.45         | 0.60         |
| Outros                           | -0.55        | 0.04         | 1.30         | 2.83         | 0.26         | 2.33         | 2.58         | 1.89         | 0.58         | 0.92         | 0.69         | -0.68        | 0.03         | -1.59        |
| (-) Transferências <sup>b</sup>  | 0.35         | 0.74         | 0.41         | 0.18         | 0.37         | 0.31         | 0.25         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>Dispêndios</b>                |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Capital</b>                   | <b>6,37</b>  | <b>7,19</b>  | <b>6,36</b>  | <b>6,19</b>  | <b>6,31</b>  | <b>6,36</b>  | <b>6,18</b>  | <b>7,66</b>  | <b>6,68</b>  | <b>4,25</b>  | <b>2,91</b>  | <b>4,08</b>  | <b>3,50</b>  | <b>2,81</b>  |
| Investimentos                    | 4.53         | 5.41         | 5.07         | 4.01         | 3.71         | 3.31         | 2.96         | 3.69         | 3.12         | 2.67         | 1.72         | 2.28         | 2.30         | 1.86         |
| Amortizações                     | 1.01         | 0.97         | 0.92         | 1.60         | 1.97         | 2.20         | 2.65         | 3.59         | 2.52         | 1.13         | 0.80         | 0.87         | 0.60         | 0.53         |
| Outras                           | 1.08         | 1.16         | 0.75         | 0.70         | 0.94         | 1.02         | 0.75         | 0.38         | 1.04         | 0.46         | 0.38         | 0.94         | 0.61         | 0.42         |
| (-) Transferências <sup>b</sup>  | 0.25         | 0.35         | 0.37         | 0.13         | 0.30         | 0.18         | 0.18         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>Correntes</b>                 | <b>10,16</b> | <b>12,14</b> | <b>13,00</b> | <b>15,55</b> | <b>15,84</b> | <b>14,18</b> | <b>11,57</b> | <b>13,32</b> | <b>16,13</b> | <b>16,83</b> | <b>14,05</b> | <b>13,36</b> | <b>14,89</b> | <b>12,68</b> |
| Pessoal                          | 2.01         | 2.29         | 2.42         | 2.21         | 1.96         | 2.02         | 2.05         | 2.38         | 2.80         | 3.60         | 2.46         | 2.21         | 2.23         | 2.07         |
| Financeiras                      | 0.85         | 1.35         | 1.97         | 2.48         | 2.87         | 2.75         | 1.99         | 2.53         | 2.38         | 3.55         | 3.03         | 2.43         | 2.86         | 1.13         |
| Outros                           | 7.39         | 8.64         | 8.66         | 10.91        | 11.08        | 9.54         | 7.60         | 8.41         | 10.95        | 9.68         | 8.56         | 8.71         | 9.79         | 9.47         |
| Materiais e Produtos             | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | 4.06         | 3.31         | 3.20         | 2.43         | 2.50         | 2.12         |
| Serviços de Terceiros            | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | 1.35         | 1.36         | 1.13         | 1.13         | 1.13         | 0.94         |
| Tributos e Impostos Parafiscais  | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | 2.39         | 2.32         | 2.19         | 2.86         | 2.66         | 2.29         |
| Outras                           | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | n.d.         | 3.14         | 2.69         | 2.04         | 2.29         | 3.50         | 4.12         |
| (-) Transferências               | 0.10         | 0.14         | 0.04         | 0.05         | 0.07         | 0.13         | 0.07         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>Total Sest</b>                | <b>16,53</b> | <b>19,33</b> | <b>19,37</b> | <b>21,74</b> | <b>22,15</b> | <b>20,53</b> | <b>17,75</b> | <b>20,98</b> | <b>22,81</b> | <b>21,08</b> | <b>16,96</b> | <b>17,44</b> | <b>18,39</b> | <b>15,50</b> |
| <b>Aplicações CMN</b>            | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,05</b>  | <b>0,01</b>  | <b>0,03</b>  | <b>0,04</b>  | <b>0,14</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  |
| <b>Total das Despesas</b>        | <b>16,53</b> | <b>19,33</b> | <b>19,41</b> | <b>21,75</b> | <b>22,17</b> | <b>20,57</b> | <b>17,89</b> | <b>20,98</b> | <b>22,81</b> | <b>21,08</b> | <b>16,96</b> | <b>17,44</b> | <b>18,39</b> | <b>15,50</b> |

Fonte: Relatórios Sest.

<sup>a</sup>Inclui subsídios.

<sup>b</sup>Valores líquidos.

n.d. = não-disponível.

Da mesma forma que no caso do SPE como um todo, no caso dos principais grupos, individualmente considerados, tem-se um quadro similar, de queda dos subsídios e das despesas financeiras. No caso desta variável, isso é um pouco mais dife-

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



---

renciado entre os grupos, na medida em que em alguns deles trata-se de um fenômeno restrito aos últimos dois ou três anos. Mas, de qualquer forma, em todos os casos as despesas financeiras no final do período considerado pesavam significativamente menos que em 1989.

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

## **2.2. A Queda dos Investimentos e os Gastos com Pessoal**

A Tabela 4 apresenta a evolução dos investimentos das empresas estatais federais como proporção do PIB no período 1980/94. É possível identificar três períodos distintos. No triênio 1980/82, como conseqüência dos esforços associados aos projetos do II PND, os investimentos das empresas estatais foram, em média, de quase 5% do PIB – 4,9% do PIB, para ser exato. A partir de 1983 até o final da década de 80, o investimento caiu de forma praticamente ininterrupta – com apenas um pequeno salto em 1987, logo depois revertido – até menos de 2% do PIB. Nos primeiros anos da década de 90, por sua vez, ele oscilou em torno desse nível, com uma média de 2,1% do PIB durante 1991/94.<sup>17</sup>

A evolução do conjunto das estatais esconde algumas particularidades. Os sistemas Petrobrás – individualmente, o mais importante até 1988 –, CVRD, Siderbrás e o setor ferroviário seguem de perto, *grosso modo*, o resultado agregado, com quedas significativas em dois estágios.<sup>18</sup> Já os investimentos dos setores elétrico – Eletrobrás e Itaipu – e portuário permanecem relativamente elevados até o final da década de 80, quando iniciam um processo de queda acentuada. O sistema financeiro estatal mantém certa estabilidade dos seus investimentos, passando ao largo

---

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

17 A Tabela 4 apresenta pequenas diferenças em relação aos dados de investimento mostrados na Tabela 3 e no Apêndice, por ser fruto de uma tabulação especial feita pela Sest após a publicação dos dados originais nos relatórios. De qualquer forma, as diferenças são pouco significativas.

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

**Tabela 4**  
**Investimento das Empresas Estatais Federais – 1980/94**

(Em % do PIB)

| Setores            | 1980        | 1981        | 1982        | 1983        | 1984        | 1985        | 1986        | 1987        | 1988        | 1989        | 1990        | 1991        | 1992        | 1993        | 1994        |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Sistema Financeiro | 0.09        | 0.12        | 0.13        | 0.09        | 0.09        | 0.09        | 0.07        | 0.09        | 0.13        | 0.27        | 0.10        | 0.08        | 0.07        | 0.12        | 0.12        |
| Sistema CVRD       | 0.15        | 0.36        | 0.44        | 0.30        | 0.38        | 0.41        | 0.26        | 0.14        | 0.14        | 0.16        | 0.11        | 0.07        | 0.09        | 0.07        | 0.06        |
| Sistema Eletrobrás | 0.83        | 0.88        | 0.79        | 0.65        | 0.88        | 0.73        | 0.56        | 1.09        | 0.80        | 0.66        | 0.34        | 0.45        | 0.46        | 0.32        | 0.26        |
| Sistema Petrobrás  | 1.01        | 1.34        | 1.55        | 1.29        | 1.07        | 1.00        | 1.00        | 1.01        | 0.82        | 0.57        | 0.47        | 0.62        | 0.62        | 0.54        | 0.44        |
| Sistema Telebrás   | 0.41        | 0.50        | 0.54        | 0.47        | 0.44        | 0.41        | 0.46        | 0.50        | 0.57        | 0.71        | 0.52        | 0.76        | 0.85        | 0.75        | 0.66        |
| Setor Portuário    | 0.09        | 0.06        | 0.10        | 0.06        | 0.06        | 0.04        | 0.04        | 0.05        | 0.05        | 0.08        | 0.00        | 0.02        | 0.04        | 0.02        | 0.01        |
| Setor Siderúrgico  | 0.90        | 0.82        | 0.58        | 0.36        | 0.16        | 0.15        | 0.18        | 0.21        | 0.13        | 0.12        | 0.08        | 0.06        | 0.02        | 0.00        | 0.00        |
| Setor Ferroviário  | 0.33        | 0.37        | 0.24        | 0.17        | 0.17        | 0.13        | 0.13        | 0.16        | 0.14        | 0.06        | 0.04        | 0.04        | 0.05        | 0.02        | 0.01        |
| Itaipu Binacional  | 0.46        | 0.48        | 0.41        | 0.30        | 0.24        | 0.21        | 0.21        | 0.31        | 0.30        | 0.26        | 0.15        | 0.14        | 0.15        | 0.13        | 0.02        |
| Outras Empresas    | 0.19        | 0.25        | 0.26        | 0.36        | 0.17        | 0.11        | 0.10        | 0.11        | 0.27        | 0.13        | 0.09        | 0.09        | 0.08        | 0.02        | 0.02        |
| <b>Total</b>       | <b>4,46</b> | <b>5,17</b> | <b>5,03</b> | <b>4,05</b> | <b>3,65</b> | <b>3,28</b> | <b>3,00</b> | <b>3,67</b> | <b>3,35</b> | <b>3,02</b> | <b>1,90</b> | <b>2,33</b> | <b>2,42</b> | <b>1,98</b> | <b>1,58</b> |

Fonte: Sest, tabulação especial.

das vicissitudes que afetaram as demais estatais.<sup>19</sup> Finalmente, o sistema Telebrás não apenas não apresenta queda, como de fato expandiu seus investimentos entre 1980 e 1994, tornando-se o primeiro setor, no que diz respeito ao investimento estatal, desde 1989.<sup>20</sup>

As Tabelas 5 e 6 fornecem um panorama dos gastos com pessoal nas empresas estatais. A Tabela 5 apresenta a relação despesas com pessoal/despesas com investimento no período 1980/94, mostrando que há um *trade-off* relevante entre os dois tipos de despesa expressos no numerador e no denominador. Como nesse período as despesas com pessoal mantiveram-se relativamente estáveis como proporção do PIB, a queda dos

**Tabela 5**  
**Empresas Controladas pela Sest: Despesas com Pessoal/Despesas com Investimento<sup>a</sup> – 1980/94**

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

Fonte: Sest.

<sup>a</sup>Exclui as instituições financeiras federais.

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

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

**Tabela 6**  
**Despesas com Pessoal e Investimento das Estatais – 1994**

| <i>Empresa/<br/>Grupo</i> | <i>Gasto com<br/>Pessoal<br/>(% do PIB)</i> | <i>Número de<br/>Empregados</i> | <i>Índice de Despesa<br/>com Pessoal por<br/>Empregado<br/>(Média = 1,00)</i> | <i>Investimento<br/>(% do PIB)</i> | <i>Gasto com<br/>Pessoal/<br/>Investimento</i> |
|---------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------------------|
| CVRD                      | 0,11                                        | 21.263                          | 0,92                                                                          | 0,06                               | 1,94                                           |
| Eletrôbrás <sup>a</sup>   | 0,24                                        | 44.245                          | 0,97                                                                          | 0,26                               | 0,93                                           |
| Petrobrás                 | 0,38                                        | 54.551                          | 1,24                                                                          | 0,44                               | 0,87                                           |
| Telebrás                  | 0,38                                        | 109.497                         | 0,63                                                                          | 0,66                               | 0,58                                           |
| Basa                      | 0,03                                        | 4.207                           | 1,13                                                                          | 0,00                               | 27,91                                          |
| BB <sup>b</sup>           | 1,40                                        | 119.370                         | 2,11                                                                          | 0,08                               | 17,02                                          |
| BNB                       | 0,07                                        | 5.465                           | 2,24                                                                          | 0,00                               | 79,35                                          |
| BNDES                     | 0,03                                        | 2.062                           | 2,67                                                                          | 0,00                               | 58,79                                          |
| CDC                       | 0,00                                        | 600                             | 0,45                                                                          | 0,00                               | 16,23                                          |
| CDP                       | 0,00                                        | 543                             | 0,72                                                                          | 0,00                               | 15,23                                          |
| CDRJ <sup>c</sup>         | 0,01                                        | 3.147                           | 0,84                                                                          | 0,00                               | 6,15                                           |
| CEF                       | 0,61                                        | 113.005                         | 0,97                                                                          | 0,03                               | 23,83                                          |
| CMB                       | 0,01                                        | 2.164                           | 0,95                                                                          | 0,00                               | 6,99                                           |
| Codeba                    | 0,00                                        | 764                             | 0,73                                                                          | 0,00                               | 2,09                                           |
| Codern                    | 0,00                                        | 1.032                           | 0,66                                                                          | 0,00                               | 2,01                                           |
| Codesa                    | 0,00                                        | 596                             | 1,02                                                                          | 0,00                               | 3,54                                           |
| Codesp                    | 0,04                                        | 6.567                           | 1,11                                                                          | 0,00                               | 9,76                                           |
| Codomar                   | 0,00                                        | 444                             | 0,85                                                                          | 0,00                               | 1,34                                           |
| Dataprev                  | 0,03                                        | 5.226                           | 0,99                                                                          | 0,00                               | 36,31                                          |
| ECT                       | 0,13                                        | 82.333                          | 0,29                                                                          | 0,01                               | 13,52                                          |
| Emgepron                  | 0,00                                        | 1.997                           | 0,45                                                                          | 0,00                               | –                                              |
| Finep                     | 0,00                                        | 829                             | 0,97                                                                          | 0,00                               | 79,67                                          |
| Imbel                     | 0,00                                        | 2.800                           | 0,14                                                                          | 0,00                               | 17,51                                          |
| Infraero                  | 0,02                                        | 17.953                          | 0,25                                                                          | 0,00                               | 19,47                                          |
| IRB                       | 0,03                                        | 2.542                           | 2,34                                                                          | 0,00                               | 182,72                                         |
| Lloydbrás                 | 0,01                                        | 791                             | 1,27                                                                          | 0,00                               | 9.899,50                                       |
| Meridional <sup>b</sup>   | 0,04                                        | 10.657                          | 0,67                                                                          | 0,01                               | 5,73                                           |
| RFFSA <sup>d</sup>        | 0,12                                        | 58.215                          | 0,38                                                                          | 0,01                               | 9,83                                           |
| Tasa                      | 0,01                                        | 2.922                           | 0,51                                                                          | 0,00                               | 105,20                                         |
| Outras                    | 0,06                                        | 7.312                           | 1,55                                                                          | 0,02                               | 3,16                                           |
| <b>Total</b>              | <b>3,80</b>                                 | <b>683.099</b>                  | <b>1,00</b>                                                                   | <b>1,58</b>                        | <b>2,40</b>                                    |

Fonte: Sest.

<sup>a</sup>Exclui Cepel.

<sup>b</sup>Refere-se apenas às instituições financeiras controladas. Não inclui outro tipo de empresas.

<sup>c</sup>O dado referente ao número de empregados da CDRJ corresponde à posição de 1993.

<sup>d</sup>Inclui Agef, CBTU e Trensurb.

investimentos se traduziu em uma substancial elevação da relação mostrada na tabela. Observe-se, em particular, que a média dessa relação dos últimos quatro anos – para evitar distorções pontuais que podem decorrer de se tomar como referência apenas um ano específico –, correspondente a 1,04, foi de mais de duas vezes a média de 0,47 registrada nos primeiros quatro anos da série (1980/83) e que se mostrava consistente com a natureza capital-intensiva das tecnologias de produção da maior parte das



empresas estatais naquela época. Os valores da tabela sugerem que há um escopo importante para realocação de gastos no setor produtivo estatal – como, de resto, é comprovado pela experiência de várias das empresas privatizadas até agora.

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

### 2.3. O Valor Patrimonial das Empresas<sup>23</sup>

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

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

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

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

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

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

25 A legislação brasileira permite que um investidor detenha o controle de uma empresa sendo proprietário de apenas 16,67% do seu capital (50% mais uma ação das ações ordinárias, que podem ser de apenas 33,33% do capital total).

Como se pode observar, o patrimônio líquido da União – excluindo a participação dos sócios minoritários – é de 56% daquele total, sendo inferior a US\$ 90 bilhões. Neste universo mais restrito, a soma da CVRD, Eletrobrás, Petrobrás e Telebrás responde por 58% da soma do valor patrimonial das 29 empresas/grupos considerados. Da observação desses dados, conclui-se que o valor patrimonial total da empresa está longe de ser uma *proxy* do que o Tesouro Nacional pode vir a arrecadar no processo de privatização dessa empresa.<sup>26</sup>

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

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

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

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

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

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

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

**Tabela 7**  
**Patrimônio Líquido da União por Empresa – 1988/94**

(Em US\$ Mil)

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

## **2.4. Lucratividade e Dividendos: A Sub-Remuneração do Tesouro**

As Tabelas 8 e 9 apresentam duas medidas de rentabilidade das empresas estatais.<sup>31</sup> A primeira mostra o quociente entre o lucro do período e o patrimônio líquido e a segunda indica a

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

razão da divisão dos dividendos propostos pelo patrimônio líquido.<sup>32</sup> O valor da parcela dos dividendos correspondente à União encontra-se na Tabela A.8 do Apêndice. Os dividendos totais dos acionistas podem ser calculados dividindo aqueles relativos à União pela participação desta no capital total. A Tabela 9 decorre da divisão dos dados da Tabela A.8 do Apêndice pelos dados correspondentes de cada empresa na Tabela 7.

Na Tabela 8, constata-se que:

a) o SPE como um todo teve uma rentabilidade média *negativa*, no período 1981/94, de 2,5% do capital, como consequência da combinação de uma rentabilidade média (positiva) de 6,5% dos principais grupos – CVRD, Eletrobrás, Petrobrás e Telebrás – e uma rentabilidade média de *menos* 29,1% das demais empresas;<sup>33</sup>

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

**Tabela 8**  
**Setor Produtivo Estatal: Lucro sobre Patrimônio Líquido – 1981/94**

|                                      | (Em %) |       |        |      |       |       |       |
|--------------------------------------|--------|-------|--------|------|-------|-------|-------|
| <i>Empresa</i>                       | 1981   | 1982  | 1983   | 1984 | 1985  | 1986  | 1987  |
| Setor Produtivo Estatal <sup>a</sup> | 6,0    | 1,7   | 0,7    | 4,0  | -3,6  | 5,3   | -11,1 |
| Principais Grupos                    | 13,9   | 11,1  | 7,5    | 10,4 | 10,2  | 12,8  | 1,0   |
| CVRD                                 | 12,8   | 10,4  | 10,5   | 22,6 | 12,9  | 8,3   | -6,4  |
| Eletrobrás                           | 15,2   | 12,9  | 10,8   | 8,0  | 3,8   | 9,6   | -0,8  |
| Petrobrás                            | 11,1   | 7,2   | 6,6    | 7,6  | 18,9  | 22,9  | 1,2   |
| Telebrás                             | 15,8   | 13,1  | 0,8    | 10,6 | 8,5   | 6,3   | 7,6   |
| Demais Empresas                      | -2,3   | -9,1  | -6,1   | -1,1 | -19,6 | -4,5  | -33,8 |
|                                      | 1988   | 1989  | 1990   | 1991 | 1992  | 1993  | 1994  |
| Setor Produtivo Estatal <sup>a</sup> | -4,8   | -0,2  | -25,8  | -1,5 | -1,7  | -7,8  | 4,2   |
| Principais Grupos                    | 4,4    | 5,4   | 5,1    | 0,0  | 1,8   | 3,3   | 4,2   |
| CVRD                                 | 7,8    | 21,8  | 4,3    | 4,0  | 4,5   | 4,0   | 6,7   |
| Eletrobrás                           | 1,3    | 3,2   | 1,5    | 0,4  | 1,6   | 1,1   | 2,8   |
| Petrobrás                            | 3,8    | 1,5   | 8,8    | -2,0 | 0,0   | 5,1   | 9,1   |
| Telebrás                             | 11,4   | 7,7   | 9,9    | 1,3  | 2,4   | 8,1   | 3,1   |
| Demais Empresas                      | -38,8  | -18,6 | -150,7 | -5,7 | -23,1 | -97,6 | 4,3   |

<sup>a</sup>Exclui instituições financeiras.

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

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

Eletrobrás foi a menos lucrativa, com 5,1% de rentabilidade média; e

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

A Tabela 9, por sua vez, permite fazer as seguintes observações:<sup>34</sup>

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

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

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

d) quando se compara a rentabilidade média de 0,4% do capital aplicado pela União com aquela que se poderia esperar de uma empresa em circunstâncias "normais" de, por exemplo, 6% ao ano – que é a taxa de juros básica da economia, associada ao

**Tabela 9**  
**Rentabilidade da União (Dividendos da União/Patrimônio Líquido da União) – 1988/94**

|                            | (Em %)     |            |            |            |            |            |            |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <i>Empresa</i>             | 1988       | 1989       | 1990       | 1991       | 1992       | 1993       | 1994       |
| Companhia Vale do Rio Doce | 1,9        | 5,2        | 1,2        | 1,1        | 0,6        | 0,7        | 1,1        |
| Eletrobrás                 | 0,2        | 0,3        | 0,4        | 0,0        | 0,3        | 0,2        | 0,4        |
| Petrobrás                  | 2,9        | 1,0        | 0,9        | 0,1        | 0,4        | 0,4        | 0,7        |
| Telebrás                   | 0,7        | 0,3        | 0,5        | 0,3        | 2,5        | 0,4        | 0,4        |
| Basa                       | 5,3        | 0,2        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Banco do Brasil            | 4,6        | 0,6        | 2,9        | 2,2        | 2,5        | 4,3        | 0,7        |
| BNDES                      | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| BNB                        | 3,2        | 0,7        | 0,8        | 0,1        | 0,0        | 0,8        | 0,7        |
| CMB                        | 0,0        | 0,0        | 1,7        | 0,0        | 0,0        | 0,9        | 0,0        |
| Codern                     | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,2        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Infraero                   | 0,0        | 0,0        | 0,8        | 0,0        | 0,0        | 0,1        | 0,5        |
| IRB                        | 1,1        | 1,2        | 0,4        | 1,1        | 0,0        | 0,1        | 0,0        |
| Meridional                 | 0,0        | 0,0        | 2,0        | 0,3        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Tasa                       | 1,7        | 0,9        | 1,1        | 0,0        | 0,2        | 1,7        | 0,2        |
| <b>Média Ponderada</b>     | <b>0,8</b> | <b>0,5</b> | <b>0,4</b> | <b>0,2</b> | <b>0,4</b> | <b>0,3</b> | <b>0,3</b> |

34 As variáveis desta tabela não incluem dados referentes ao período 1981/87.



---

rendimento da poupança popular –, constata-se que o retorno médio que a União recebeu pela propriedade de empresas estatais foi de menos de 7% do que teria recebido se tais recursos – por hipótese – tivessem sido aplicados em um ativo com remuneração igual à de uma caderneta de poupança.

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

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

b) que, sob controle privado, essa rentabilidade tornar-se-ia maior.

É isso que está implícito quando se afirma, como em Campos (1995), que o patrimônio representado pelas empresas estatais só será realizável quando as empresas forem vendidas. Quando se faz o raciocínio de que “uma empresa vale  $X$ , mas só rende 0,4% de  $X$  para a União”, supõe-se que o setor privado estará de fato disposto a pagar  $X$  pela empresa. Isso, contudo, dependerá da expectativa que se tenha em relação ao fluxo de caixa futuro da empresa. O ganho para o acionista majoritário original (a União) será tanto maior quanto maior for a diferença entre a rentabilidade dos acionistas originais – no caso da empresa continuar estatal – e a rentabilidade dos novos acionistas – no caso da empresa ser desestatizada. É justamente esse ponto – as vantagens da privatização para a União – que será discutido nas Seções 3 e 4 deste trabalho.

### **3. O Impacto Fiscal da Privatização: Síntese do Modelo Adotado**

Para analisar o argumento de Campos vamos recorrer a um modelo construído a partir de outros semelhantes em Pinheiro e Giambiagi (1994), Pinheiro e Schneider (1995) e Hachette e Lüders (1993). Para isso vamos medir o impacto fiscal total da privatização como a soma do efeito imediato da venda do patrimônio público no período em que ocorre a privatização (0) e os períodos seguintes ( $t = 1, 2, \dots$ ), conforme:<sup>35</sup>

---

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



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

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

onde:  $\Delta$  indica a mudança ocorrida com a privatização;  $N$  é a necessidade de financiamento do setor público ( $\Delta N$  mede a redução em  $N$  obtida com a privatização);  $\alpha$  a parcela das receitas da privatização utilizada para abater dívida pública;  $V$  o valor econômico do patrimônio para o Estado;  $(1 + \pi)$  a razão entre os valores econômicos do patrimônio alienado para o setor privado e o Estado;  $A$  o aporte de capital feito anualmente pelo Tesouro à empresa privatizada;<sup>36</sup>  $C$  os gastos públicos correntes;  $W_0$  o valor do patrimônio alienado;  $r$  a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido obtida pelo Estado, antes do pagamento de impostos;  $\theta$  a parcela do retorno distribuída como dividendos pela estatal;  $\tau$  a taxa de imposto sobre o retorno estatal; e  $\theta' = (\tau + (1 - \tau) \theta)$  a parcela do retorno da empresa transferida para o Tesouro sob a forma de impostos e dividendos. As variáveis com o sobrescrito  $p$  têm a mesma definição acima, mas referem-se à empresa nas mãos do setor privado ( $\theta'^p = \tau^p + (1 - \tau^p) \theta^p$ ).  $\Delta A^*$ ,  $\Delta W_0^*$ ,  $r^*$  e  $\Delta r$  representam, respectivamente, a mudança no volume de transferências para as estatais remanescentes que pode passar a ocorrer com as receitas da privatização, o patrimônio detido pelo Estado nas empresas que permanecem estatais, a rentabilidade auferida sobre este patrimônio remanescente e a mudança de rentabilidade que pode ser motivada pela privatização (o asterisco é usado para caracterizar as variáveis relativas às empresas que permanecem estatais).  $D$  é a dívida do setor público;  $i$  a taxa de juros paga sobre a dívida pública abatida com a privatização; e  $V$  o valor econômico do patrimônio líquido alienado do ponto de vista do Estado.

Na equação (1) tem-se que no período em que a estatal é vendida as necessidades de financiamento do setor público são reduzidas como resultado de: a) receitas não utilizadas para abater dívida  $((1 - \alpha)(1 + \pi)V)$ ; b) não mais ser necessário fazer aportes de capital para a empresa ( $A_0$ ); c) pagamento de impostos pela ex-estatal ( $\tau^p r^p W_0$ ); d) melhoria de rentabilidade das empresas que permanecem com o Estado ( $\theta' \Delta r W_0^*$ ); e e) retorno sobre investimentos feitos com as receitas da privatização ( $\theta'(r^* + \Delta r) \Delta W_0^*$ ); e são elevadas em função de: a) uso das receitas da privatização para fazer aportes em outras empresas ( $\Delta A_0^*$ ); b) aumentar gastos correntes ( $\Delta C_0$ ); e c) fim do fluxo de dividendos e impostos pagos pela empresa quando esta deixa de ser estatal ( $\theta' r W_0$ ).<sup>37</sup>

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

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

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

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

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

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

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

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

$$\Delta W_t^* = \Delta W_{t-1}^* + \Delta A_t^* + (1 - \theta') (r^* + \Delta r) \Delta W_{t-1}^*, \\ t = 1, 2, 3, \dots \quad (7)^{38}$$

$$V = r W_0 (1 + \delta) / \delta \quad (8)$$

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

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

onde  $\lambda$  é a parcela de  $N$  financiada com emissão de dívida,  $\delta$  e  $\delta^p$  são as taxas de desconto intertemporal do governo e do setor privado, respectivamente, e  $V^p$  é o valor econômico do patrimônio líquido alienado do ponto de vista do investidor privado.<sup>39</sup>

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

38 Note-se que  $\Delta W_0^* = \Delta A_0^*$ .

39 Observe-se que  $0 \leq \lambda \leq 1$ , refletindo o fato de que: a) parte do déficit é financiada com a emissão de moeda; e b) sem as receitas da privatização o esforço de redução do déficit será provavelmente maior.

A equação (1) reflete a redução imediata das necessidades de financiamento do setor público que pode ser obtida com a privatização. A equação (2) reflete o impacto nos períodos subsequentes à privatização. Para se avaliar o saldo líquido do ajuste, devem ser somados os efeitos da privatização sobre  $N$  em todos os períodos. Como um superávit hoje vale mais do que outro de mesmo valor no futuro, é necessário usar um fator de desconto ( $\delta$ ).<sup>40</sup> O valor presente ( $VP$ ) do ajuste fiscal obtido com a privatização é dado por:

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

Substituindo (1) a (10) em (11) e supondo, por uma questão de simplicidade, que a privatização não afeta a taxa de juros ( $\Delta i = 0$ )<sup>41</sup> e que  $A_t$ ,  $A_t^p$ ,  $A_t^*$ ,  $\Delta A_t^*$  e  $\Delta C_t$  se mantenham constantes do período 1 em diante, obtém-se:

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

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

40  $\delta$  reflete a urgência de reduzir o déficit.

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

---

## 4. Uma Avaliação Empírica: Velhas Teses, Novos Elementos

---

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

Para avaliar o ponto de Campos – de que, apesar de se constituírem em um elevado patrimônio, as empresas que estão sob controle estatal não contribuem para o ajuste fiscal e que, portanto, seria melhor vendê-las e abater a dívida pública – vamos admitir que: a) todas as receitas são usadas no resgate da dívida ( $\alpha = 1$ ,  $\Delta C = \Delta C_0 = 0$  e  $\Delta A_0^* = 0$ ,  $\Delta A^* = 0$ ); b) nada muda na administração da empresa uma vez privatizada ( $\tau^p = \tau$ ,  $r^p = r$ ,  $\theta^p = \theta$ ,  $A^p = A$ ); e c) a gestão das empresas que permanecem estatais não se altera ( $\Delta r = 0$ ). É fácil ver que neste caso o valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público é dado por:

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

Segue-se claramente de (13) que, para  $\theta$  suficientemente pequeno, a privatização sempre terá um impacto fiscal positivo. Vale dizer, se as estatais distribuem como dividendos uma parcela muito pequena de seus lucros, então a sua venda para o setor privado sempre trará um ganho fiscal para o Estado. Para avaliar a significância desse impacto, podem-se usar algumas estimativas para os valores das variáveis e parâmetros do modelo. Suponha-se que todo o patrimônio público nos quatro grandes grupos estatais seja vendido.<sup>42</sup> Para essas empresas, tem-se que o patrimônio líquido da União ( $W_0$ ) somava US\$ 50,8 bilhões em 1994, o lucro sobre o patrimônio após o pagamento de impostos

---

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

$(r(1 - \tau))$  foi de 3,5% na média do período 1988/94, a razão dividendos/lucros foi de 14,5% (média de 1988/94, exclusive 1991) e o aporte de capitais (A) foi essencialmente nulo. No período 1991/95, a taxa média de juros reais (*over*) foi de 19%, valor que também se admitirá como valendo para a taxa de desconto intertemporal. Admite-se ainda que  $\lambda = 0,75$  e  $\tau = 0,30$ .

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

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

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

Obviamente, esta constatação tem implicações que transcendem ao programa de privatização em si. Assim, por exemplo, Hachette e Lüders (1993, p. 34-35) observam que o governo Pinochet, além de criar um ambiente regulatório que estimulasse as empresas privadas e estatais a serem eficientes, exigiu desde cedo que as estatais chilenas distribuíssem uma elevada parcela de seus lucros como dividendos (chegando a 100% como norma na década de 80), e apenas aprovando novos investimentos após estes serem cuidadosamente avaliados. O problema no caso



brasileiro é que, como a União detém apenas uma parcela do patrimônio das estatais, muitas vezes sendo minoritária em termos do capital total, o *trade-off* entre os benefícios fiscais dos dividendos e a necessidade de investimentos é mais agudo que no Chile.<sup>43</sup>

É importante registrar também que a redução nas necessidades de financiamento do setor público estimada acima atinge apenas 61% da que resulta da aritmética mais simples sugerida pelo artigo de Campos, usando os mesmos valores dos parâmetros. Note-se, também, que o impacto fiscal é distribuído ao longo dos anos: apenas 11,2% do valor presente da redução das necessidades de financiamento resultante da privatização ocorrem nos anos 0 a 3.<sup>44</sup> Um presidente que resolvesse privatizar no primeiro ano de seu mandato (ano 0) se beneficiaria de apenas 11,2% do ganho fiscal acumulado dessa medida, ou seja, teria uma redução média *anual* descontada nas necessidades de financiamento do setor público de 0,2% do PIB.

Há essencialmente cinco das restrições colocadas acima que cabe relaxar. A primeira diz respeito à suposição de que a rentabilidade da empresa seja a mesma como estatal ou privada. De fato, espera-se que, com a privatização, a empresa fique mais rentável.<sup>45</sup> Para se avaliar a importância desse efeito, usa-se como estimativa de  $r^p$  a rentabilidade sobre o patrimônio líquido das 500 maiores companhias privadas no período 1988/94, que foi de 7,6%.<sup>46</sup> Substituindo-se esse valor em (12) e mantendo-se as demais hipóteses, obtém-se um  $VP$  igual a US\$ 75,5 bilhões, ou cerca de 14,2% do PIB, o que é bastante significativo. Esse valor resulta de três elementos, a saber:

- US\$ 36,9 bilhões resultantes do *swap* de ações por dívida;
- US\$ 23,1 bilhões do maior valor da empresa para os investidores privados, que são capazes de extrair dela maiores rendimentos;
- US\$ 15,5 bilhões da maior arrecadação de impostos que resulta da maior rentabilidade da empresa após a privatização.<sup>47</sup>

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

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

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

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

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



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

A segunda consideração diz respeito à ausência de um modelo regulatório para esses setores, que pode fazer com que os investidores privados utilizem em suas valorações uma taxa de desconto bem superior à do setor público. O modelo permite fazer uma estimativa aproximada do custo fiscal de privatizar sem um modelo regulatório bem definido. Caso se suponha, por exemplo, que  $\delta^p = 30\%$ , o valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público cai para US\$ 54,7 bilhões. Neste caso, ocorre que o valor da empresa para o investidor privado cai substancialmente, com o efeito da maior rentabilidade sendo quase inteiramente cancelado pela maior taxa de desconto. Em termos aproximados, pode-se estimar o custo de um modelo regulatório indefinido como sendo US\$ 20,8 bilhões, ou cerca de 3,9% do PIB.

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

**Tabela 10**  
**Valor Econômico das Empresas e Valor Presente do Impacto Fiscal para Diferentes Valores da Rentabilidade Privada ( $\theta^p = 0,5$ )**

| $r^p$<br>(%) | $V^p$<br>(US\$ Bilhões<br>de 1994) | $VP$<br>(US\$ Bilhões<br>de 1994) |
|--------------|------------------------------------|-----------------------------------|
| 5            | 11,1                               | 35,2                              |
| 10           | 22,3                               | 105,6                             |
| 15           | 33,4                               | 182,4                             |
| 20           | 44,5                               | 268,8                             |

A segunda restrição que parece interessante relaxar diz respeito aos aportes de capital feitos pela União. De fato, ainda que estes tenham sido quase nulos no passado, não é de se esperar que isto se mantenha no futuro caso se deseje que os investimentos feitos por essas empresas retornem aos níveis observados no passado. No período 1980/86, o investimento médio anual dos quatro grandes grupos ficou em 2,73% do PIB e, em 1988/94, caiu para 1,84% do PIB, uma diferença de 0,89%. Suponha-se que o governo quisesse elevar o investimento em tais setores nesse percentual do PIB e que, na ausência da privatização, resolvesse bancar esta política aportando recursos às empresas. Considere-se ainda que, com a privatização, o setor privado se responsabilizasse por esses investimentos. Neste caso,  $A = A^p = \text{US\$ } 4,73 \text{ bilhões}$ , e o valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público com a privatização seria de  $\text{US\$ } 151,6 \text{ bilhões}$ ,  $\text{US\$ } 114,7 \text{ bilhões}$  acima do estimado no caso-base.<sup>48</sup> Note-se, assim, que, como observado por Pinheiro e Giambiagi (1994), um dos mais importantes efeitos fiscais da privatização deriva de se passar à iniciativa privada a responsabilidade pelos elevados investimentos requeridos pelas empresas estatais. Na atualidade, porém, como os aportes de fato têm sido nulos, este efeito não se observará.

A terceira restrição cujo impacto interessa avaliar é o fato de que a privatização de uma empresa não afeta a rentabilidade das demais estatais. Na verdade, deve haver algum efeito, já que gerentes e trabalhadores das companhias que permanecem estatais passam a sentir-se mais ameaçados. Da mesma forma, é provável que um governo preocupado em privatizar também exerça maior pressão sobre suas empresas no sentido de que estas aumentem sua rentabilidade. Suponha-se que, com a privatização dos quatro grandes grupos, a rentabilidade das demais empresas do SPE aumente da média observada em 1988/94, de -47,2% ( $= r^*$ ), para os 5% registrados pelos quatro grandes grupos. Neste caso,  $\Delta r = 52,2\%$ , e o valor presente do impacto sobre as necessidades de financiamento seria de  $\text{US\$ } 171,7 \text{ bilhões}$ , contra os  $\text{US\$ } 36,9 \text{ bilhões}$  estimados para o caso em que não há melhoria de rentabilidade nas empresas que permanecem estatais. Estes números dão substância ao argumento de Pinheiro e Giambiagi (1995), que defendem maior preocupação com a eficiência das empresas enquanto estas permanecerem estatais.

É interessante relaxar ainda uma quarta hipótese, qual seja, a de que as receitas da privatização são inteiramente utilizadas para abater dívida. Assim, suponha-se que no período 0 o governo use uma parte das receitas (por exemplo, 30%) para elevar o investimento de outras empresas que permanecem estatais. Neste caso,  $\alpha = 0,7$  e  $\Delta A_0^* = 0,3V^p$ . Mantidas as hipóteses do caso básico, o valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público se situa em  $\text{US\$ } 17,1 \text{ bilhões}$ , com

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

uma queda de US\$ 19,8 bilhões. Note-se que parte dessa queda se explica pela rentabilidade negativa das empresas do setor produtivo estatal, exclusive os quatro grandes grupos. Considerando-se que a rentabilidade dessas empresas suba para 5%, a queda em VP reduz-se de US\$ 19,8 bilhões para US\$ 11,4 bilhões, um número ainda bastante significativo.

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

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

## **5. Conclusões**

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

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

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

Já a análise da relação despesas com pessoal/despesas com investimento mostrou que há um *trade-off* relevante entre os dois tipos de despesa. Como nesse período as despesas com pessoal mantiveram-se relativamente estáveis como proporção do PIB, a queda dos investimentos se traduziu em uma substancial elevação dessa relação. Em particular, a média dessa relação em 1991/94, igual a 1,04, superou o dobro da média de 0,47 registrada em 1980/83 – esta mais consistente com a natureza capital-intensiva das tecnologias de produção da maior parte das empresas estatais.

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

O modelo desenvolvido no trabalho, quando utilizado com estimativas dos parâmetros derivadas dos dados acima discuti-

---

dos, mostra que a privatização integral dos quatro grandes grupos do setor produtivo estatal – CVRD, Petrobrás, Eletrobrás e Telebrás – pode ter um impacto fiscal significativo. A simples troca da totalidade das ações que a União detém nessas empresas por papéis da dívida pública pode produzir uma redução acumulada das suas necessidades de financiamento cujo valor presente estimado chega a US\$ 36,9 bilhões, ou cerca de 7% do PIB.

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

Há duas soluções complementares para este aparente paradoxo. A primeira diz respeito ao tamanho das empresas vendidas. Em vários estudos se considera o impacto da alienação de apenas algumas empresas, na maior parte dos casos as pertencentes aos setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes, já privatizados. Caso se trabalhe, como Pinheiro e Giambiagi (1994), com um patrimônio estimado da ordem de US\$ 7 bilhões, e mantidas as demais hipóteses do exercício anterior, obtém-se um valor presente da redução das necessidades de financiamento do setor público de US\$ 5,4 bilhões, ou cerca de 1% do PIB, que é um valor bem próximo ao obtido pelos autores.

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

Não obstante, concluiu-se que a redução nas necessidades de financiamento do setor público resultante do *swap* de ações por dívida, sem alteração de rentabilidade com a privatização, atingia apenas 61% da que resulta da aritmética mais simples sugerida pelo artigo de Campos. Notou-se, também, que o impac-



---

to fiscal é distribuído ao longo dos anos: apenas 11,2% do valor presente da redução das necessidades de financiamento resultante da privatização ocorrem nos anos 0 a 3. Um presidente que resolvesse privatizar no primeiro ano de seu mandato (ano 0) se beneficiaria de apenas 11,2% do ganho fiscal acumulado dessa medida, ou seja, teria uma redução média anual descontada nas necessidades de financiamento do setor público de 0,2% do PIB.

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

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

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

Um outro ponto considerado diz respeito aos aportes de capital feitos pela União. De fato, ainda que estes tenham sido quase nulos no passado, não é de se esperar que isto se mantenha no futuro caso se deseje que os investimentos feitos por essas empresas retornem aos níveis observados no passado. Suponha-se que o governo quisesse elevar o investimento nesses setores e que, na ausência da privatização, resolvesse bancar esta política aportando recursos às empresas. Considere-se ainda que, com a



---

privatização, o setor privado se responsabilizasse por esses investimentos. Neste caso, como observado por Pinheiro e Giambiagi (1994), a privatização teria um importante efeito fiscal, pois permitiria passar à iniciativa privada a responsabilidade pelos elevados investimentos requeridos pelas empresas estatais. Na atualidade, porém, como os aportes de fato têm sido nulos, este efeito não se observará.

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

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

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

É importante chamar a atenção para três recomendações de política que podem ser extraídas da análise desenvolvida neste

---

trabalho. Primeiro, que nas empresas que, pelo menos durante os próximos anos, permanecerão como propriedade estatal, é necessário adotar reformas administrativas que aumentem a sua lucratividade. Segundo, é necessário avaliar se não é mais interessante para o país que essas empresas aumentem sua contribuição para o Tesouro, sob a forma de dividendos, do que implementar investimentos cujo retorno social muitas vezes é baixíssimo ou mesmo negativo. No Chile, por exemplo, o governo Pinochet exigiu desde cedo que as estatais chilenas distribuíssem uma elevada parcela de seus lucros como dividendos (chegando a 100% como norma na década de 80), e apenas aprovando novos investimentos após estes serem cuidadosamente avaliados. O problema no caso brasileiro é que, como a União detém apenas uma parcela do patrimônio das estatais, muitas vezes sendo minoritária em termos do capital total, o *trade-off* entre os benefícios fiscais dos dividendos e a necessidade de investimentos é mais agudo que no Chile. Finalmente, o artigo mostra que, do ponto de vista fiscal, privatizar e utilizar as receitas para abater dívida é um ótimo negócio para o Estado brasileiro.

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

# **Apêndice**

**Tabela A.1**  
**Empresas Estatais Federais Existentes em 1989**

---

**Instituições Financeiras Federais**

**• Grupo Banco do Brasil**

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

**• Grupo BNDES**

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

**• Grupo Meridional**

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

(continua)

---

### **Empresas Típicas de Governo**

- 36. Ceasa/AM – Centrais de Abastecimento do Amazonas
- 37. CFP – Companhia de Financiamento da Produção
- 38. Cibrazem – Companhia Brasileira de Armazenamento
- 39. Cobal – Companhia Brasileira de Alimentos
  - 40. Ceasa/PR – Centrais de Abastecimento do Paraná
  - 41. Ceasa/SE – Centrais de Abastecimento de Sergipe
- 42. Codebar – Companhia de Desenvolvimento de Barcarena
- 43. Codevasf – Companhia de Desenvolvimento do Vale do São Francisco
- 44. Colone – Companhia de Colonização do Nordeste
- 45. Conab – Companhia Nacional de Abastecimento
- 46. EBTU – Empresa Brasileira de Transportes Urbanos
- 47. Embrapa – Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária
- 48. Embrater – Empresa Brasileira de Assistência Técnica e Extensão Rural
- 49. Geipot – Empresa Brasileira de Planejamento de Transportes
- 50. HCPA – Hospital de Clínicas de Porto Alegre
- 51. Radiobrás – Empresa Brasileira de Comunicação

### **Grupos do Setor Produtivo e de Serviços**

#### **• Grupo CVRD**

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

#### **• Grupo Eletrobrás**

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

(continua)

---

• **Grupo Petrobrás**

|                                                          |      |
|----------------------------------------------------------|------|
| 76. Petrobrás – Petróleo Brasileiro                      | (1)  |
| 77. BR – Petrobrás Distribuidora                         | (2)  |
| 78. Braspetro – Petrobrás Internacional                  |      |
| 79. América – Petrobrás América                          |      |
| 80. Brasoil – Braspetro Oil Services Company             |      |
| 81. Norge – Petrobrás Norge                              |      |
| 82. Interbrás – Petrobrás Comércio Internacional         |      |
| 83. Cayman – Interbrás Cayman Company                    |      |
| 84. Interior – Interior Trade                            |      |
| 85. Seagull – Seagull Trading Company                    |      |
| 86. Petrofertil – Petrobrás Fertilizantes                |      |
| 87. Fosfertil – Fertilizantes Fosfatados                 | (74) |
| 88. Goiasfertil – Goiás Fertilizantes                    |      |
| 89. ICC – Indústria Carboquímica Catarinense             |      |
| 90. Nitrofertil – Fertilizantes Nitrogenados do Nordeste | (69) |
| 91. Ultrafertil – Indústria e Comércio de Fertilizantes  | (60) |
| 92. Petromisa – Petrobrás Mineração                      |      |
| 93. Petroquisa – Petrobrás Química                       |      |
| 94. CNA – Companhia Nacional Álcalis                     |      |
| 95. Alcanorte – Álcalis do Rio Grande do Norte           |      |
| 96. Copesul – Companhia Petroquímica do Sul              | (26) |
| 97. Petroflex Indústria e Comércio                       | (65) |
| 98. PQU – Petroquímica União                             | (35) |

• **Grupo Portobrás**

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

• **Grupo Rede Ferroviária Federal**

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

• **Grupo Siderbrás**

|                                        |      |
|----------------------------------------|------|
| 112. Siderbrás – Siderurgia Brasileira |      |
| 113. Açominas – Aço Minas Gerais       | (36) |
| 114. AFP – Aços Finos Piratini         |      |

(continua)



|                                                             |      |
|-------------------------------------------------------------|------|
| 115. Cobrapi – Companhia Brasileira de Projetos Industriais |      |
| 116. Cosipa – Companhia Siderúrgica Paulista                | (15) |
| 117. Cosim – Companhia Siderúrgica de Mogi das Cruzes       |      |
| 118. CSN – Companhia Siderúrgica Nacional                   | (7)  |
| 119. FEM – Fábrica de Estruturas Metálicas                  |      |
| 120. CST – Companhia Siderúrgica de Tubarão                 | (21) |
| 121. Usiminas – Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais         | (9)  |

#### • Grupo Telebrás

|                                                                 |      |
|-----------------------------------------------------------------|------|
| 122. Telebrás – Telecomunicações Brasileiras                    |      |
| 123. Cotelpa – Companhia Telefônica de Paranaguá                |      |
| 124. CTMR – Companhia Telefônica de Melhoramentos e Resistência |      |
| 125. Embratel – Empresa Brasileira de Telecomunicações          | (12) |
| 126. Telaima – Telecomunicações de Roraima                      |      |
| 127. Telamazon – Telecomunicações do Amazonas                   |      |
| 128. Telasa – Telecomunicações de Alagoas                       |      |
| 129. Teleacre – Telecomunicações do Acre                        |      |
| 130. Teleamapá – Telecomunicações do Amapá                      |      |
| 131. Telebahia – Telecomunicações da Bahia                      | (70) |
| 132. Telebrasilândia – Telecomunicações de Brasília             | (87) |
| 133. Teleceará – Telecomunicações do Ceará                      |      |
| 134. Telegoiás – Telecomunicações de Goiás                      |      |
| 135. Telemat – Telecomunicações de Mato Grosso                  |      |
| 136. Telemig – Telecomunicações de Minas Gerais                 | (45) |
| 137. Telems – Telecomunicações de Mato Grosso do Sul            |      |
| 138. Telepar – Telecomunicações do Paraná                       | (52) |
| 139. Telepisa – Telecomunicações do Piauí                       |      |
| 140. Telergipe – Telecomunicações de Sergipe                    |      |
| 141. Telerj – Telecomunicações do Rio de Janeiro                | (30) |
| 142. Telern – Telecomunicações do Rio Grande do Norte           |      |
| 143. Teleron – Telecomunicações de Rondônia                     |      |
| 144. Telesc – Telecomunicações de Santa Catarina                | (85) |
| 145. Telesp – Telecomunicações de São Paulo                     | (10) |
| 146. CTBC – Companhia Telefônica da Borda do Campo              | (92) |
| 147. Telest – Telecomunicações do Espírito Santo                |      |
| 148. Telma – Telecomunicações do Maranhão                       |      |
| 149. Telpa – Telecomunicações da Paraíba                        |      |
| 150. Telpe – Telecomunicações de Pernambuco                     |      |

#### Hospitais

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

#### Outras Empresas

|                                       |
|---------------------------------------|
| 154. Celma – Companhia Eletromecânica |
|---------------------------------------|

(continua)

---

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

---

Fonte: Sest.

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

**Tabela A.2**  
**Contas da CVRD – 1987/93**

|                                                    | (Em % do PIB) |             |             |             |             |             |             |
|----------------------------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Discriminação</i>                               | <i>1987</i>   | <i>1988</i> | <i>1989</i> | <i>1990</i> | <i>1991</i> | <i>1992</i> | <i>1993</i> |
| <b>Dispêndios</b>                                  |               |             |             |             |             |             |             |
| <b>Capital</b>                                     | <b>0,42</b>   | <b>0,35</b> | <b>0,48</b> | <b>0,25</b> | <b>0,36</b> | <b>0,38</b> | <b>0,35</b> |
| Investimentos                                      | 0,14          | 0,14        | 0,16        | 0,11        | 0,08        | 0,09        | 0,07        |
| Amortizações – Principal                           | 0,20          | 0,15        | 0,32        | 0,11        | 0,17        | 0,19        | 0,14        |
| Outros                                             | 0,08          | 0,06        | 0,00        | 0,04        | 0,11        | 0,10        | 0,14        |
| <b>Correntes</b>                                   | <b>0,85</b>   | <b>0,92</b> | <b>0,87</b> | <b>0,80</b> | <b>0,79</b> | <b>0,80</b> | <b>0,70</b> |
| Pessoal                                            | 0,15          | 0,18        | 0,16        | 0,14        | 0,12        | 0,12        | 0,15        |
| Materiais e Produtos                               | 0,17          | 0,16        | 0,13        | 0,15        | 0,17        | 0,18        | 0,16        |
| Serviços de Terceiros                              | 0,13          | 0,14        | 0,13        | 0,11        | 0,14        | 0,14        | 0,12        |
| Trib. Impostos Parafiscais                         | 0,04          | 0,06        | 0,08        | 0,05        | 0,08        | 0,06        | 0,05        |
| Financeiras                                        | 0,22          | 0,18        | 0,16        | 0,19        | 0,12        | 0,11        | 0,08        |
| Outras                                             | 0,14          | 0,19        | 0,21        | 0,15        | 0,16        | 0,19        | 0,15        |
| <b>Total das Despesas</b>                          | <b>1,27</b>   | <b>1,27</b> | <b>1,35</b> | <b>1,05</b> | <b>1,15</b> | <b>1,17</b> | <b>1,05</b> |
| <b>Recursos</b>                                    |               |             |             |             |             |             |             |
| <b>Receita</b>                                     | <b>1,68</b>   | <b>2,16</b> | <b>2,36</b> | <b>1,78</b> | <b>1,49</b> | <b>1,66</b> | <b>1,73</b> |
| Subsídio do Tesouro                                | 0,01          | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Venda de Bens e Serviços                           | 0,79          | 0,80        | 0,65        | 0,67        | 0,83        | 0,80        | 0,70        |
| Demais Operacionais                                | 0,79          | 1,32        | 1,66        | 1,10        | 0,65        | 0,82        | 0,99        |
| Não-Operacional                                    | 0,10          | 0,04        | 0,05        | 0,01        | 0,01        | 0,04        | 0,05        |
| <b>Recursos para Aumento do Patrimônio Líquido</b> | <b>0,03</b>   | <b>0,01</b> | <b>0,01</b> | <b>0,07</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> |
| Tesouro                                            | 0,01          | 0,00        | 0,00        | 0,02        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| FND                                                | 0,00          | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Partic. Capital – Estatais                         | 0,00          | 0,00        | 0,00        | 0,01        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Partic. Capital – Mercado Aberto                   | 0,02          | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Outros                                             | 0,00          | 0,01        | 0,01        | 0,04        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| <b>Retorno sobre Operações Financeiras L.P.</b>    | <b>0,01</b>   | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,01</b> | <b>0,00</b> |
| <b>Crédito</b>                                     | <b>0,14</b>   | <b>0,05</b> | <b>0,13</b> | <b>0,04</b> | <b>0,11</b> | <b>0,03</b> | <b>0,00</b> |
| <b>Outros</b>                                      | <b>0,00</b>   | <b>0,04</b> | <b>0,06</b> | <b>0,04</b> | <b>0,07</b> | <b>0,07</b> | <b>0,00</b> |
| <b>Total dos Recursos</b>                          | <b>1,87</b>   | <b>2,26</b> | <b>2,57</b> | <b>1,93</b> | <b>1,66</b> | <b>1,77</b> | <b>1,74</b> |
| Var. Oper. Créd. Curto Prazo                       | 0,10          | -0,24       | 0,03        | 0,12        | -0,17       | -0,04       | 0,25        |
| Outras Var. Cap. Giro                              | -0,46         | -0,44       | -0,87       | -0,92       | -0,11       | -0,46       | -0,94       |
| Variação do Disponível                             | -0,24         | -0,31       | -0,37       | -0,07       | -0,24       | -0,09       | 0,00        |
| <b>Total dos Recursos Líquido</b>                  | <b>1,27</b>   | <b>1,27</b> | <b>1,35</b> | <b>1,05</b> | <b>1,15</b> | <b>1,17</b> | <b>1,05</b> |

Fonte: Sest.

**Tabela A.3**  
**Contas da Eletrobrás - 1987/93**

(Em % do PIB)

| <i>Discriminação</i>                               | <i>1987</i> | <i>1988</i> | <i>1989</i> | <i>1990</i> | <i>1991</i> | <i>1992</i> | <i>1993</i> |
|----------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Dispêndios</b>                                  |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Capital</b>                                     | <b>2,16</b> | <b>1,94</b> | <b>1,15</b> | <b>0,58</b> | <b>0,74</b> | <b>0,60</b> | <b>0,53</b> |
| Investimentos                                      | 1,08        | 0,80        | 0,65        | 0,34        | 0,45        | 0,46        | 0,32        |
| Amortizações - Principal                           | 0,79        | 0,76        | 0,19        | 0,18        | 0,19        | 0,11        | 0,11        |
| Outros                                             | 0,28        | 0,39        | 0,30        | 0,06        | 0,10        | 0,03        | 0,10        |
| <b>Correntes</b>                                   | <b>2,08</b> | <b>2,30</b> | <b>3,27</b> | <b>2,57</b> | <b>2,73</b> | <b>4,70</b> | <b>3,21</b> |
| Pessoal                                            | 0,22        | 0,39        | 0,35        | 0,24        | 0,28        | 0,29        | 0,33        |
| Materiais e Produtos                               | 0,40        | 0,60        | 0,70        | 0,79        | 1,07        | 1,02        | 0,62        |
| Serviços de Terceiros                              | 0,05        | 0,06        | 0,07        | 0,05        | 0,05        | 0,05        | 0,07        |
| Trib. Impostos Parafiscais                         | 0,04        | 0,07        | 0,05        | 0,05        | 0,06        | 0,06        | 0,11        |
| Financeiras                                        | 1,29        | 0,73        | 1,01        | 0,80        | 0,58        | 0,69        | 0,55        |
| Outras                                             | 0,09        | 0,57        | 1,08        | 0,63        | 0,70        | 2,59        | 1,53        |
| <b>Total das Despesas</b>                          | <b>4,24</b> | <b>4,24</b> | <b>4,42</b> | <b>3,15</b> | <b>3,47</b> | <b>5,30</b> | <b>3,74</b> |
| <b>Recursos</b>                                    |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Receita</b>                                     | <b>2,01</b> | <b>2,42</b> | <b>2,18</b> | <b>1,81</b> | <b>2,89</b> | <b>4,33</b> | <b>2,69</b> |
| Subsidio do Tesouro                                | 0,28        | 0,34        | 0,07        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Venda de Bens e Serviços                           | 1,05        | 1,31        | 1,27        | 1,43        | 2,61        | 3,92        | 2,40        |
| Demais Operacionais                                | 0,64        | 0,72        | 0,75        | 0,37        | 0,25        | 0,39        | 0,29        |
| Não-Operacional                                    | 0,04        | 0,05        | 0,09        | 0,01        | 0,03        | 0,02        | 0,01        |
| <b>Recursos para Aumento do Patrimônio Líquido</b> | <b>0,60</b> | <b>2,79</b> | <b>0,05</b> | <b>0,01</b> | <b>0,08</b> | <b>0,05</b> | <b>0,59</b> |
| Tesouro                                            | 0,18        | 0,38        | 0,05        | 0,01        | 0,03        | 0,05        | 0,02        |
| FND                                                | 0,41        | 0,05        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Partic. Capital - Estatais                         | 0,01        | 0,08        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Partic. Capital - Mercado Aberto                   | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Outros                                             | 0,00        | 2,28        | 0,00        | 0,00        | 0,06        | 0,00        | 0,57        |
| <b>Retorno sobre Operações Financeiras L.P.</b>    | <b>0,05</b> | <b>0,12</b> | <b>0,07</b> | <b>0,09</b> | <b>0,15</b> | <b>0,04</b> | <b>0,01</b> |
| <b>Crédito</b>                                     | <b>0,38</b> | <b>0,25</b> | <b>0,35</b> | <b>0,06</b> | <b>0,12</b> | <b>0,11</b> | <b>0,09</b> |
| <b>Outros</b>                                      | <b>0,35</b> | <b>0,15</b> | <b>0,22</b> | <b>0,16</b> | <b>0,17</b> | <b>0,16</b> | <b>0,23</b> |
| <b>Total dos Recursos</b>                          | <b>3,40</b> | <b>5,72</b> | <b>2,87</b> | <b>2,13</b> | <b>3,42</b> | <b>4,68</b> | <b>3,62</b> |
| Var. Oper. Créd. Curto Prazo                       | 1,12        | -1,61       | -0,07       | 0,11        | 0,07        | 0,07        | -0,53       |
| Outras Var. Cap. Giro                              | -0,18       | 0,26        | 1,67        | 0,98        | 0,00        | 0,67        | 0,75        |
| Variação do Disponível                             | -0,10       | -0,13       | -0,05       | -0,07       | -0,02       | -0,11       | -0,10       |
| <b>Total dos Recursos Líquido</b>                  | <b>4,24</b> | <b>4,24</b> | <b>4,42</b> | <b>3,15</b> | <b>3,47</b> | <b>5,30</b> | <b>3,74</b> |

Fonte: Sest.

**Tabela A.4**  
**Contas da Petrobrás – 1987/93**

|                                                    | (Em % do PIB) |             |             |             |             |             |             |
|----------------------------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Discriminação</i>                               | <i>1987</i>   | <i>1988</i> | <i>1989</i> | <i>1990</i> | <i>1991</i> | <i>1992</i> | <i>1993</i> |
| <b>Dispêndios</b>                                  |               |             |             |             |             |             |             |
| <b>Capital</b>                                     | <b>1,36</b>   | <b>1,33</b> | <b>0,76</b> | <b>0,67</b> | <b>0,91</b> | <b>0,85</b> | <b>0,74</b> |
| Investimentos                                      | 1,01          | 0,79        | 0,55        | 0,46        | 0,61        | 0,61        | 0,54        |
| Amortizações – Principal                           | 0,17          | 0,18        | 0,06        | 0,07        | 0,12        | 0,12        | 0,09        |
| Outros                                             | 0,19          | 0,35        | 0,15        | 0,14        | 0,18        | 0,13        | 0,11        |
| <b>Correntes</b>                                   | <b>6,84</b>   | <b>6,78</b> | <b>5,45</b> | <b>4,35</b> | <b>5,05</b> | <b>6,17</b> | <b>6,39</b> |
| Pessoal                                            | 0,73          | 0,71        | 0,74        | 0,53        | 0,54        | 0,45        | 0,45        |
| Materiais e Produtos                               | 2,82          | 2,46        | 2,02        | 1,39        | 1,44        | 1,69        | 1,75        |
| Serviços de Terceiros                              | 0,44          | 0,52        | 0,50        | 0,39        | 0,39        | 0,35        | 0,36        |
| Trib. Impostos Parafiscais                         | 1,65          | 1,41        | 1,00        | 1,19        | 1,15        | 1,53        | 1,54        |
| Financeiras                                        | 0,19          | 0,14        | 0,39        | 0,24        | 0,37        | 0,39        | 0,23        |
| Outras                                             | 1,01          | 1,54        | 0,80        | 0,61        | 1,15        | 1,76        | 2,07        |
| <b>Total das Despesas</b>                          | <b>8,21</b>   | <b>8,10</b> | <b>6,20</b> | <b>5,02</b> | <b>5,96</b> | <b>7,03</b> | <b>7,13</b> |
| <b>Recursos</b>                                    |               |             |             |             |             |             |             |
| <b>Receita</b>                                     | <b>8,01</b>   | <b>8,10</b> | <b>7,46</b> | <b>6,11</b> | <b>6,76</b> | <b>6,55</b> | <b>7,32</b> |
| Subsídio do Tesouro                                | 0,00          | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Venda de Bens e Serviços                           | 7,02          | 6,26        | 4,73        | 4,53        | 4,62        | 5,01        | 4,87        |
| Demais Operacionais                                | 0,97          | 1,65        | 2,66        | 1,55        | 2,09        | 1,53        | 2,22        |
| Não-Operacional                                    | 0,02          | 0,19        | 0,07        | 0,03        | 0,04        | 0,01        | 0,23        |
| <b>Recursos para Aumento do Patrimônio Líquido</b> | <b>0,01</b>   | <b>0,01</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,01</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> |
| Tesouro                                            | 0,01          | 0,01        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| FND                                                | 0,00          | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Partic. Capital – Estatais                         | 0,00          | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,01        | 0,00        | 0,00        |
| Partic. Capital – Mercado Aberto                   | 0,00          | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Outros                                             | 0,00          | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| <b>Retorno sobre Operações Financeiras L.P.</b>    | <b>0,06</b>   | <b>0,01</b> | <b>0,01</b> | <b>0,05</b> | <b>0,03</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> |
| <b>Crédito</b>                                     | <b>0,09</b>   | <b>0,06</b> | <b>0,13</b> | <b>0,04</b> | <b>0,36</b> | <b>0,06</b> | <b>0,27</b> |
| <b>Outros</b>                                      | <b>0,01</b>   | <b>0,12</b> | <b>0,02</b> | <b>0,01</b> | <b>0,01</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> |
| <b>Total dos Recursos</b>                          | <b>8,18</b>   | <b>8,30</b> | <b>7,62</b> | <b>6,21</b> | <b>7,18</b> | <b>6,62</b> | <b>7,59</b> |
| Var. Oper. Créd. Curto Prazo                       | 0,26          | -0,05       | 0,49        | 0,15        | 0,25        | -0,02       | -0,14       |
| Outras Var. Cap. Giro                              | 0,18          | 0,44        | -1,40       | -1,04       | -1,35       | 0,62        | 0,75        |
| Variação do Disponível                             | -0,41         | -0,60       | -0,51       | -0,31       | -0,12       | -0,19       | -1,07       |
|                                                    | 0,00          | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| <b>Total dos Recursos Líquido</b>                  | <b>8,21</b>   | <b>8,10</b> | <b>6,20</b> | <b>5,02</b> | <b>5,96</b> | <b>7,03</b> | <b>7,13</b> |

Fonte: Sest.

**Tabela A.5**  
**Contas da Telebrás – 1987/93**

(Em % do PIB)

| <i>Discriminação</i>                               | <i>1987</i> | <i>1988</i> | <i>1989</i> | <i>1990</i> | <i>1991</i> | <i>1992</i> | <i>1993</i> |
|----------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Dispêndios</b>                                  |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Capital</b>                                     | <b>0,65</b> | <b>0,75</b> | <b>0,87</b> | <b>0,64</b> | <b>1,17</b> | <b>1,21</b> | <b>0,91</b> |
| Investimentos                                      | 0,51        | 0,57        | 0,68        | 0,51        | 0,80        | 0,86        | 0,75        |
| Amortizações – Principal                           | 0,11        | 0,11        | 0,13        | 0,07        | 0,07        | 0,03        | 0,12        |
| Outros                                             | 0,03        | 0,06        | 0,06        | 0,05        | 0,31        | 0,32        | 0,03        |
| <b>Correntes</b>                                   | <b>0,80</b> | <b>1,17</b> | <b>1,97</b> | <b>1,57</b> | <b>2,42</b> | <b>1,79</b> | <b>1,39</b> |
| Pessoal                                            | 0,33        | 0,37        | 0,74        | 0,49        | 0,46        | 0,55        | 0,45        |
| Materiais e Produtos                               | 0,05        | 0,04        | 0,04        | 0,04        | 0,04        | 0,04        | 0,04        |
| Serviços de Terceiros                              | 0,10        | 0,10        | 0,13        | 0,14        | 0,15        | 0,16        | 0,17        |
| Trib. Impostos Parafiscais                         | 0,23        | 0,52        | 0,76        | 0,66        | 1,33        | 0,81        | 0,53        |
| Financeiras                                        | 0,05        | 0,04        | 0,23        | 0,17        | 0,12        | 0,12        | 0,04        |
| Outras                                             | 0,06        | 0,10        | 0,08        | 0,07        | 0,32        | 0,10        | 0,16        |
| <b>Total das Despesas</b>                          | <b>1,45</b> | <b>1,92</b> | <b>2,84</b> | <b>2,21</b> | <b>3,59</b> | <b>3,00</b> | <b>2,29</b> |
| <b>Recursos</b>                                    |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Receita</b>                                     | <b>1,22</b> | <b>1,40</b> | <b>1,59</b> | <b>1,67</b> | <b>1,87</b> | <b>2,38</b> | <b>2,57</b> |
| Subsidio do Tesouro                                | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Venda de Bens e Serviços                           | 1,07        | 1,28        | 1,34        | 1,49        | 1,43        | 1,88        | 2,08        |
| Demais Operacionais                                | 0,07        | 0,06        | 0,11        | 0,13        | 0,37        | 0,31        | 0,45        |
| Não-Operacional                                    | 0,07        | 0,05        | 0,14        | 0,05        | 0,07        | 0,19        | 0,04        |
| <b>Recursos para Aumento do Patrimônio Líquido</b> | <b>0,27</b> | <b>0,12</b> | <b>0,23</b> | <b>0,13</b> | <b>0,43</b> | <b>0,17</b> | <b>0,09</b> |
| Tesouro                                            | 0,03        | 0,02        | 0,00        | 0,00        | 0,26        | 0,04        | 0,00        |
| FND                                                | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Partic. Capital – Estatais                         | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Partic. Capital – Mercado Aberto                   | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Outros                                             | 0,23        | 0,10        | 0,22        | 0,13        | 0,17        | 0,13        | 0,09        |
| <b>Retorno sobre Operações Financeiras L.P.</b>    | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,02</b> | <b>0,00</b> |
| <b>Crédito</b>                                     | <b>0,01</b> | <b>0,02</b> | <b>0,01</b> | <b>0,02</b> | <b>0,18</b> | <b>0,06</b> | <b>0,17</b> |
| <b>Outros</b>                                      | <b>0,00</b> | <b>0,11</b> | <b>0,28</b> | <b>0,01</b> | <b>0,01</b> | <b>0,05</b> | <b>0,24</b> |
| <b>Total dos Recursos</b>                          | <b>1,49</b> | <b>1,65</b> | <b>2,11</b> | <b>1,83</b> | <b>2,49</b> | <b>2,67</b> | <b>3,07</b> |
| Var. Oper. Créd. Curto Prazo                       | 0,01        | -0,04       | 0,04        | -0,15       | 0,00        | 0,00        | -0,04       |
| Outras Var. Cap. Giro                              | -0,02       | 0,40        | 0,76        | 0,61        | 1,36        | 0,41        | -0,56       |
| Variação do Disponível                             | -0,02       | -0,08       | -0,07       | -0,09       | -0,25       | -0,08       | -0,17       |
| <b>Total dos Recursos Líquido</b>                  | <b>1,45</b> | <b>1,92</b> | <b>2,84</b> | <b>2,21</b> | <b>3,59</b> | <b>3,00</b> | <b>2,29</b> |

Fonte: Sest.



**Tabela A.6**  
**Patrimônio Líquido Total das Empresas – 1988/94**

(Em US\$ Mil)

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

Fonte: Sest.

**Tabela A.7**  
**Participação da União no Capital Total das Empresas - 1988/94**

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

Fonte: Sest.

**Tabela A.8**  
**Dividendos Recebidos pela União - 1988/94**

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

Fonte: Sest.

---

## **Referências Bibliográficas**

- CAMPOS, R. A farra dos dinossauros ou os gigolôs da viúva. *O Estado de S. Paulo*, 5 de março de 1995, p. 2.
- HACHETTE, D., LÜDERS, R. *Privatization in Chile: an economic appraisal*. International Center for Economic Growth, 1993.
- MELLO, M. F. *A privatização no Brasil: análise dos seus fundamentos*. São Paulo: USP, 1992 (Tese de Doutorado).
- \_\_\_\_\_. Privatização e ajuste fiscal no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 24, n. 3, dez. 1994.
- PASSANEZI FILHO, R. *Impactos fiscais da privatização: aspectos conceituais e análise do caso brasileiro*. Iesp/Fundap, 1994 (Texto para Discussão, 20).
- PINHEIRO, A. C., GIAMBIAGI, F. Brazilian privatization in the 1990s. *World Development*, v. 22, n. 5, 1994.
- \_\_\_\_\_. O primado da eficiência. *Boletim Conjuntural*, Rio de Janeiro, n. 28, jan. 1995.
- PINHEIRO, A. C., LANDAU, E. *Privatização e dívida pública*. Rio de Janeiro: BNDES, 1995 (Texto para Discussão, 29).
- PINHEIRO, A. C., RAMOS, L. Inter-industry wage differentials and earnings inequality in Brazil. *Estudios de Economía*, número especial, Santiago, nov. 1994.
- PINHEIRO, A. C., SCHNEIDER, B. The fiscal impact of privatization in Latin America. *Journal of Development Studies*, v. 31, n. 5, 1995.
- WERNECK, R. Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 19, n. 2, ago. 1989.
- WRIGHT, V. Privatization in Western Europe: pressures, problems and paradoxes. In: *Social change in Western Europe*. St. Martin's Press Inc., 1994.
- YARROW, G. Privatization in theory and practice. *Economic Policy*, v. 2, Apr. 1986.

---

**BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social**

Av. República do Chile, 100  
Caixa Postal 1910  
CEP 20001-970 – Rio de Janeiro – RJ  
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447  
Fax: (021) 220-2615

**FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial**

Av. República do Chile, 100 – 17º andar  
Caixa Postal 1439  
CEP 20001-970 – Rio de Janeiro – RJ  
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447  
Fax: (021) 220-7909

**BNDESPAR – BNDES Participações S.A.**

Av. República do Chile, 100 – 20º andar  
Caixa Postal 469  
CEP 20001-970 – Rio de Janeiro – RJ  
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447  
Fax: (021) 220-5874

**Escritórios****Brasília**

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco E  
Ed. BNDES – 13º andar  
CEP 70076-900 – Brasília – DF  
Telex: (61) 1190 – Tel.: (061) 225-4350  
Fax: (061) 225-5179

**São Paulo**

Av. Paulista, 460 – 13º andar  
CEP 01310-000 – São Paulo – SP  
Telex: (11) 35568 – Tel.: (011) 251-5055  
Fax: (011) 251-5917

**Recife**

Rua do Riachuelo, 105 – 7º andar  
CEP 50050-400 – Recife – PE  
Telex: (81) 2016 – Tel.: (081) 231-0200  
Fax: (081) 221-4983

---