



**UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA “JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
FACULDADE DE CIÊNCIAS E LETRAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**OS EFEITOS DA PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL: Análise das Variáveis
Receita e Investimento nas Empresas Estatais**

Discente: Tatiana Figueiredo Breviglieri
Orientador: Prof. Dr. Paulo César
Brigante

Araraquara - SP, fevereiro de 2017

TATIANA FIGUEIREDO BREVIGLIERI

**OS EFEITOS DA PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL: Análise das Variáveis
Receita e Investimento nas Empresas Estatais**

Monografia apresentada à Universidade Estadual Paulista como exigência para Conclusão do Curso de Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências e Letras de Araraquara, sob orientação do Prof. Dr. Paulo César Brigante.

Araraquara - SP, fevereiro de 2017

TATIANA FIGUEIREDO BREVIGLIERI

**OS EFEITOS DA PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL: Análise das Variáveis
Receita e Investimento nas Empresas Estatais**

Monografia apresentada à Universidade Estadual Paulista como exigência para Conclusão do Curso de Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências e Letras de Araraquara, sob orientação do Prof. Dr. Paulo César Brigante.

Araraquara, 06 de fevereiro de 2017.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Paulo César Brigante (orientador)

Profa. Dra. Suzana Paiva

Araraquara, fevereiro de 2017

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, à minha família: ao meu pai, João Carlos, à minha mãe, Beatriz e à minha irmã Bruna por sempre acreditarem em mim. Sem vocês, minha mudança para a cidade de Araraquara e essa vivência acadêmica nunca teriam acontecido.

Um agradecimento em especial ao meu companheiro e amigo, Rodrigo Brambilla, um exemplo de pessoa que muito admiro e que esteve comigo nos momentos mais difíceis nesse trabalho de conclusão de curso.

Agradeço a minha segunda família: a “República Malagueta” e em especial à minha grande amiga e irmã de vida, Luiza Vosgrau, por estar comigo do início ao fim desta jornada que sem ela, não teria sido a mesma.

Ao professor Paulo, por toda atenção e orientação. Todos os pontos positivos deste trabalho devo aos seus conselhos. Sem você, esse trabalho não seria possível.

SUMÁRIO

Introdução.....	08
CAPÍTULO I: Análise da Privatização Sob Diferentes Visões.....	10
1.1 Discussão Teórica Sobre a Privatização.....	10
1.2 Experimentos Empíricos.....	12
1.3 O Debate Sobre a Privatização no Brasil.....	14
CAPÍTULO II: O Programa Nacional de Desestatização e os Resultados da Privatização no Brasil.....	18
2.1 Objetivos do PND e Contribuições Para o Ajuste Fiscal.....	18
2.2 Discussão Sobre o Resultado das Privatizações no Brasil e os Efeitos Sobre a Dívida Pública.....	21
CAPÍTULO III: O Processo de Privatização e Suas Consequências.....	23
3.1 Os Efeitos do Ajuste Fiscal.....	23
3.2 Análise da Receita e do Investimento no Caminho Para a Privatização.....	25
3.3 Análise do Ágio Atribuído Para as Empresas.....	29
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	34
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	36

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Ágio Atribuído na Venda das Estatais

Tabela 2: Proporção de Ágio Atribuído para Empresas

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Trajetória das Receitas das Estatais em Relação a Porcentagem do PIB

Gráfico 2: Trajetória do Investimento Realizado nas Estatais em Relação a Porcentagem do PIB

RESUMO

Esse trabalho visa analisar se os efeitos trazidos pelo processo de privatização que ocorreu no país na década de 1990 foram de curto prazo ou de longo prazo. Para isso, foram analisados os indicadores investimento e receita das estatais durante a década de 1980 até o começo da década de 1990. O primeiro capítulo concentra-se em uma revisão teórica sobre o tema das privatizações. Na sequência, o segundo capítulo apresenta o Programa nacional de Desestatização e os resultados das privatizações no Brasil, segundo a visão de autores que dedicaram-se ao tema. Ao terceiro capítulo coube a explicação matemática do valor presente do ajuste fiscal e o estudo das variáveis receita e investimento com a avaliação do ágio atribuído na venda das estatais. A partir dos dados analisados, a presente pesquisa indica que o processo de privatização no Brasil não obteve um efeito permanente, de longo prazo. Os resultados sugerem que o efeito da privatização no país foi temporário.

INTRODUÇÃO

As decisões econômicas tomadas no passado refletem-se no estado atual da economia de um país. No Brasil, a onda de privatizações dos anos 1990 pode ser considerada como exemplo de tais decisões pelos impactos causados ao longo do tempo na economia. As privatizações começam a se destacar na economia brasileira na década de 1980, contudo, é na década de 1990, que o país ingressa profundamente em sua mais intensa fase de privatizações.

A questão da dívida pública foi um importante aspecto para a defesa da privatização. Na época, os grandes déficits – fiscal e em conta corrente – exerceram funções essenciais, posto que contribuíram para ampliar e acelerar o processo de privatização.

O objetivo dessa pesquisa é analisar, a partir dos indicadores renda e investimento, se houve efeitos predominantes de curto – efeito temporário – ou de longo prazo – efeito permanente – do processo de privatização no país.

O tema da privatização é polêmico e atrai críticos e defensores para o debate. Economistas liberais a defendem, sobretudo em momentos de crise, pelo possível abatimento da dívida pública, por exemplo, além de ser um meio pelo qual se atingiria maior eficiência na alocação de recursos.

Já economistas que defendem uma maior participação do Estado na economia, a criticam enfatizando a alienação do patrimônio público para benefício do capital privado, qual pode resultar na diminuição dos benefícios públicos à população. Além disso, comprometeria o desenvolvimento de um país por extinguir a participação de importantes empresas em setores considerados fundamentais para o crescimento econômico, como o setor de infraestrutura. Outra crítica se baseia no argumento de que, mesmo que vultosos recursos sejam adquiridos com a venda das estatais, esses apenas serão benéficos no presente momento, mas no futuro, os recursos do Estado são reduzidos pela diminuição de seus rendimentos.

Esta visão contrária à defesa da privatização vê o papel das estatais como indutor de desenvolvimento tecnológico, formador de preços de insumos estratégicos importantes para a indústria como um todo, podendo ser capaz de gerar resultados positivos em termos de competitividade.

No Brasil faltam análises mais conclusivas a respeito do papel exercido pelas privatizações. A pesquisa mostra como o tema diverge entre os autores, não existindo um

consenso na literatura. Sob tal aspecto, o tema da presente monografia justifica-se pela necessidade de se alcançar um melhor entendimento de seus efeitos no país para a melhoria das contas públicas. Soma-se a isso que, por ser um instrumento de apoio à política fiscal, considera-se a relevância do tema no atual momento de crise fiscal que atravessa o país. Então, o melhor entendimento dos efeitos trazidos pela privatização possibilitará a formação de argumentos em favor ou contrários às novas iniciativas de políticas que buscam retomar algumas privatizações no Brasil.

Em relação a isso, a análise das condições das empresas estatais nos anos que antecederam a mais intensa época de privatização no Brasil é de grande importância para entender como se deram as privatizações. Outro fator importante para análises conclusivas sobre os efeitos da privatização trata-se do preço de venda dessas empresas. Dessa maneira, consegue-se traçar um conjunto de fatores que levam a entender os resultados que a privatização trouxe para o país.

Além desta introdução, esta monografia está organizada da seguinte forma: no capítulo 1 será feita a discussão teórica sobre o tema. Será apresentada a discussão entre os autores, com resultados dos experimentos empíricos e as conclusões sobre os resultados obtidos por eles da privatização no país. No capítulo 2, será apresentada a análise do ajuste fiscal que avalia os efeitos que a privatização pode causar, sendo eles o efeito temporário e o efeito permanente. Por fim, no capítulo 3, aborda-se as condições das estatais pré-privatização, através das variáveis receita e investimento e a questão do preço de venda. Isso será usado para explicar o efeito da privatização no país.

Vale ressaltar que, pelos limites impostos por um trabalho de monografia, não se pretende uma análise robusta de um tema de tamanha complexidade como o das privatizações no Brasil.

1. ANÁLISE DA PRIVATIZAÇÃO SOB DIFERENTES VISÕES

1.1. Discussão Teórica Sobre a Privatização

Após a depressão de 1930, as teorias sobre intervenção estatal predominavam no cenário econômico e nas decisões políticas dos países. Apostava-se que gasto governamental, ao elevar o nível de demanda agregada, favorecia a geração de renda e emprego bem como evitava crises relacionadas a superprodução. Contudo, a partir da década de 1970 o debate sobre a diminuição da intervenção estatal ganha força. Novas crises agora eram relacionadas a elevados níveis de endividamento do setor público e inflação. “Postulava-se que, em prol da maior eficiência e até da estabilização econômica, a atividade estatal deveria ser reduzida ao mínimo possível.” (NUNES, 1997, p.3)

A escola da Escolha Pública – Public Choice – analisa o aumento da despesa pública e o surgimento de déficits nos países. Uma das bases dessa teoria trata-se da questão do auto interesse dos agentes interferindo nas ações econômicas. A análise da escola da Escolha Pública resulta na ideia de que o aumento da intervenção estatal na economia de um país leva a perda de produtividade com diminuição da taxa de crescimento econômico e aumento do déficit público. “Em consequência, o prognóstico da teoria prevalecente refere-se à transferência das atividades estatais para a iniciativa privada.” (NUNES, 1997, p.9)

Em relação a esse tema, Pinheiro (1996) faz uma análise das empresas do Estado. O autor explica que, embora o benefício individual para cada cidadão das empresas estatais seja pequeno, essas pertencem a toda sociedade. Apesar de ser uma propriedade difusa, nas empresas do Estado o indivíduo não aplica esforço em suas direções. A reprodução disso é que os cargos da direção das estatais são, muitas vezes, escolhidos por critérios políticos. Dessa forma, os dirigentes podem procurar trabalhar em favor de seus objetivos pessoais, bem como em favor daqueles que o colocaram naquela posição.

Sob essa ótica, Nunes (1997) expõe os argumentos de que a ineficiência das empresas do Estado não necessariamente decorre da propriedade em si, mas sim do fato dos dirigentes agirem em benefício próprio em detrimento do benefício da empresa, já que são escolhidos por razões políticas.

A eficiência da gestão do estado nas empresas – do estado como empresário – é inconclusiva para os autores que discutem o tema. Para Pinheiro (1996):

Espera-se que a eficiência da empresa aumente com a privatização devido à maior clareza de objetivos; à menor importância de problemas de agência (melhor supervisão sobre gerentes e destes sobre os empregados); e à maior disciplina de mercado, isto é, à ausência de orçamentos flexíveis e de barreiras à saída. (PINHEIRO, 1996, p.359)

Nunes (1997) apresenta a questão da estabilidade dos funcionários como um aspecto contrário à posse do Estado nas empresas segundo a escola da Escolha Pública. Por desfrutarem de considerável segurança em relação a estabilidade de seus empregos, os funcionários públicos não se empenham para melhorarem suas produtividades, fato que pode comprometer a eficiência das estatais.

Por outro lado, Nunes (1997) explica que, em setores oligopolizados, as empresas privadas não são necessariamente mais eficientes que as empresas públicas. Fatores como o gerenciamento, as especificidades da atividade e do ambiente econômico que a empresa está inserida têm influência em sua eficiência. Um exemplo que pode ser citado é o da British Steel, que, a partir de uma ameaça de privatização obteve altos ganhos de produtividade.

A presente pesquisa procura analisar de que forma a privatização impactou nas finanças governamentais, e qual foi o efeito que o processo de privatização trouxe para o país. Em relação a isso, Nunes (1997) analisa os benefícios esperados de uma privatização: a redução do déficit público devido a redução da despesa governamental como também o aumento da eficiência que tende a induzir aumento da arrecadação. Nesse sentido, Hemming & Mansoor (1998) explicam que um aumento da eficiência das empresas privatizadas pode levar o governo a se beneficiar de maior recolhimento tributário – pois essas aumentaram sua lucratividade.

Em contrapartida de tais benefícios que a privatização pode trazer, autores como Keynes (1970) & Przeworsky (1996) explicam a importância dos gastos do Estado, e que esses não devem ser minimizados. Tais autores, mostram que os mercados não são totalmente eficientes para alocar recursos, dessa forma, o Estado precisa intervir na economia para promover o crescimento econômico. Com a privatização, o tamanho do Estado é reduzido, dificultando o papel do Estado como propulsor do crescimento econômico através das empresas estatais.

1.2. Experimentos Empíricos

Antes da análise dos resultados das experiências empíricas dos autores é preciso entender o perfil das empresas estatais. Pinheiro (1996) as descreve com certa peculiaridade:

De um lado, elas têm um objetivo comercial, relacionado a produção e comercialização de um bem ou serviço; de outro, têm objetivos de política, como o desenvolvimento de setores “para trás” ou “para frente” da cadeia produtiva, a integração do território nacional, o atendimento a populações carentes, o nível de emprego, o controle da inflação etc. (PINHEIRO, 1996, p.359)

Ao analisar essa dupla face das estatais, o autor explica que a eficiência econômica das empresas do Estado pode ficar comprometida devido ao fato de que os interesses dos dirigentes e dos acionistas podem divergir. Outro motivo que compromete a eficiência pode ser a possibilidade de haver o sacrifício dos objetivos comerciais e da rentabilidade das empresas em decorrência da prioridade dos objetivos sociais. Contudo, os estudos existentes sobre o grau de eficiência das empresas privatizadas é inconclusivo.

Cavalcanti (1991) coletou dados de 88 empresas de saneamento na Grã-Bretanha, sendo elas 66 do Estado e 22 privadas, com a finalidade de estimar funções de custos. A conclusão que chega é: “não havia um impacto significativo da propriedade sobre a eficiência das empresas.” (CAVALCANTI, apud PINHEIRO, p.360). Outros autores como Yoder, Borkholder e Friesen (1991), construíram uma regressão utilizando dados coletados de 45 países em desenvolvimento, chegando à conclusão de que não é evidente que a privatização das empresas proporcione um aumento significativo de suas eficiências.

Uma das dificuldades na análise dos experimentos empíricos sobre a eficiência das empresas privatizadas está na separação do efeito da propriedade do capital do efeito de outras variáveis que também são relevantes, como explica Pinheiro (1996). O autor aponta que outra dificuldade, encontrada por Galal *et alii* (1994), trata-se da identificação das diferenças que decorrem de propriedade e das diferenças que decorrem da situação dominante do país – por exemplo, sua situação macroeconômica.

A análise mais completa dos efeitos da privatização – tratando dos agentes individualmente: consumidores, governo, investidores etc. – foi feita por Galal *et alii* (1994). Os autores analisaram 12 experiências de privatização em alguns países: Reino Unido, Chile, Malásia e México. O objetivo dessa pesquisa foi observar o impacto da privatização no bem-

estar – agregado e de cada agente individualmente. Esse impacto foi medido como a diferença entre o valor social da empresa como estatal e após a privatização. “Galal et alii mostram que em 11 dos casos examinados a privatização levou a um aumento do bem-estar mundial – a única exceção foi a venda da companhia de aviação Mexicana Aviación.” (PINHEIRO, 1996, p. 362)

Para uma análise dos impactos da privatização sobre o investimento e o endividamento – além da eficiência – o estudo de Hachette & Lüders (1993) é notável. Os autores analisam empresas que foram privatizadas no Chile através de balanços e relatórios de lucros e perdas. Hachette & Lüders (1993) procuraram identificar as diferenças dos desempenhos de empresas privadas, privatizadas e públicas, comparando a evolução no período de 1965 a 1985. A conclusão dos autores é de que não há diferenças significativas de comportamento dessas empresas – desde que sejam regidas por um mesmo conjunto de regras e regulações.

Uma pesquisa mais específica sobre os impactos da privatização é a de Carvalho (2001). O autor analisa a relação da privatização, dívida pública e déficit no Brasil nos anos 1990, de acordo com as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) – ideia, segundo o autor, introduzida por influência do FMI no país.

As NFSP são influenciadas pelos déficits e superávits primários das empresas estatais, bem como pelos seus encargos financeiros líquidos que, somados aos resultados primários, correspondem ao conceito de NFEE. Logo, o impacto fiscal da privatização sobre as NFSP deve considerar esses dois efeitos, já que as empresas alienadas deixam de ser contabilizadas nas estatísticas do déficit público. (CARVALHO, 2001, p.22)

A avaliação das evidências empíricas do autor baseia-se nas seguintes análises: as NFSP das três esferas de governo no período de 1994-1999 (em porcentagem do PIB); o investimento das empresas federais no período de 1992 a 1998 (em milhões de dólares); o setor produtivo estatal no período de 1990-1998 – análise do lucro líquido e do patrimônio líquido (em porcentagem); os principais grupos do setor produtivo estatal no período de 1990-1998 – análise dos dividendos da união e do patrimônio líquido da união (em porcentagem), e por fim, análise dos dispêndios e recursos das empresas estatais federais – estudo do consolidado das empresas (em porcentagem do PIB). Carvalho (2001) conclui, observando tais dados, que as empresas estatais apresentam baixa rentabilidade e reduzidos retornos da união sobre o capital investido.

Analisando pelo prisma fiscal, Carvalho (2001) defende que “a manutenção de muitas das empresas estatais (...) não contribuiria para o esforço de equacionamento das contas

públicas do país” (p.29). Outra conclusão que o autor chega com a avaliação de todo seu estudo, é de que se deve atentar ao fato de que as receitas da privatização não são permanentes. Tendo isso em vista, a privatização deve ser utilizada como um instrumento adjunto da política fiscal. Para Carvalho (2001), o governo deve tomar medidas que proporcionem um crescimento econômico no país para, assim, diminuir a relação dívida/PIB e aumentar o impacto fiscal advindo da privatização.

1.3. O Debate Sobre a Privatização no Brasil

No Brasil, segundo Pinheiro & Giambiagi (2000), o primeiro motivo para a privatização foi o fraco desempenho econômico.

Pode-se considerar que o processo de diminuição da participação do Estado no Brasil remonta a 1974, quando o ex-ministro da Fazenda Eugênio Gudin, um conhecido liberal (...) observou: “Vivemos, em princípio, num sistema capitalista. Mas o capitalismo brasileiro é mais controlado pelo Estado do que o de qualquer outro país, com exceção dos regimes comunistas.” (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 2000, p. 16).

Com a chegada dos anos 1980, o cenário econômico estava se deteriorando. O PIB *per capita* subiu apenas 0,3%, o déficit público atingiu em média 5,1% do PIB, a inflação chegou a níveis exorbitantes de 1.783% – mantida por um grande déficit público – e os investimentos caíram de 21% para 17,1% do PIB, tudo isso no período de 1981/89, como apontam os autores Pinheiro & Giambiagi (2000). Vale ressaltar que o choque do petróleo e o aumento das taxas de juros internacionais contribuíram para essa conjuntura, e a moratória do México, em 1982, representou um divisor de águas na medida em que houve o rompimento do financiamento dos déficits nas contas correntes no país.

O papel das empresas estatais (EEs) nesse período foi de grande importância. Na tentativa de alcançar objetivos macroeconômicos, as estatais foram usadas como instrumentos de política macroeconômica. No início da década de 1980, tais empresas foram obrigadas a adquirir empréstimos estrangeiros para auxiliar no financiamento do déficit em conta corrente. Com a maxidesvalorização de 1983, foram duramente atingidas, pois os preços de seus bens e serviços tiveram que ser reduzidos, culminando assim na redução dos investimentos nas estatais.

A utilização das EEs como instrumento da política macroeconômica contribuiu para a deterioração da administração dessas empresas (...) e prejudicou grandemente a qualidade de sua produção. (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 2000, p.19).

Para Nunes (1997), as EEs sacrificaram seus objetivos comerciais para funcionar como mecanismo de política social, pois precisavam buscar um duplo objetivo: lucro e políticas de estabilização. A questão do ajuste fiscal através do abatimento da dívida pública através da venda de estatais divergiu entre teóricos.

Como o capital da União investido nas empresas estatais rende 1,08% a.a, 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% (...). (CAMPOS apud NUNES, 1997, p.54)

Nessa linha de raciocínio, Pinheiro & Giambiagi (2000) também defendem a privatização para o ajuste fiscal por causa das características particulares da economia brasileira, como o alto pagamento de juros e o baixo retorno de dividendos com a participação acionária das empresas públicas.

Outro fator importante para entender o cenário da privatização que ocorreu no país é a participação do BNDES. Muitas das EEs eram subsidiárias do BNDES, dessa forma, o BNDES acabou se tornando acionista dessas empresas, que continuaram a apresentar prejuízos. Assim, parte dos recursos financeiros e humanos do BNDES foi utilizada para gerir tais empresas.

Com a posse de Collor, em 1990, foi instituído o Programa Nacional de Desestatização (PND) pela Lei 8.031 que procurava gerir em vários âmbitos as privatizações. Também foi criada a Comissão da Privatização, que supervisionava o Programa e tomava decisões sobre as principais questões. “O BNDES foi incumbido das tarefas de administração do PND no dia-a-dia e da implementação das diretrizes determinadas pela Comissão de Privatização” (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 2000, p.21).

Com a entrada do governo Fernando Henrique Cardoso, iniciou-se a chamada terceira fase de privatizações. Pinheiro & Giambiagi (2000) a definem como a mais longa, difícil e importante na história das privatizações no país. Houve a ampliação do alcance das privatizações para estados e municípios. Ocorreu, também, uma mudança nos papéis dos setores público e privado na economia, e, com a Lei das Concessões, em 1995, o governo

concedeu os direitos de exploração de serviços públicos. Ressalta-se, nessa fase, a privatização de setores de telecomunicações, energia elétrica e transportes.

As privatizações foram importantes para a realização do Plano Real, bem como o Plano real foi importante para o cumprimento das privatizações, na medida em que houve a estabilização dos preços devido a apreciação da taxa cambial. Todavia, a crise mexicana de 1995, como apontam Pinheiro & Giambiagi (2000), foi a responsável pela mudança no cenário da economia: houve elevação das taxas de juros e desvalorização de 5,2% do real. Nesse novo cenário, procurava-se limitar a demanda interna e assegurar o superávit da conta de capitais. O uso das altas taxas de juros foi um fio condutor da política econômica dos anos 1990, como mostram os autores. Tratou-se praticamente do único instrumento para administrar a demanda agregada. Contudo, nessa conjuntura de queda da inflação e juros altos, houve o aumento da dívida pública:

Com a estabilidade de preços e as altas taxas de juros houve uma deterioração das contas fiscais, o que levou a um substancial aumento da dívida pública e pressionou ainda mais as taxas de juros. Assim, o déficit fiscal subiu para 5% do PIB em 1995 e atingiu 7,8% do PIB em 1998. A dívida do setor público também apresentou marcante elevação, passando de 26% do PIB em 1994 para perto de 38% do PIB em 1998. (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 2000, p.28)

O déficit público não foi contido devido ao fato do consumo e do investimento privado não terem diminuído, mesmo com as altas taxas de juros. Assim, houve aumento considerável do déficit em conta corrente – chegando a 5,5% do PIB no final 1997. Com um novo aumento das taxas de juros, em virtude da crise asiática, houve contração da economia, mas sem refletir substancialmente na conta corrente, que, segundo Pinheiro & Giambiagi (2000), registrou um déficit de 4,5% do PIB em 1998. Tais grandes déficits, fiscal e em conta corrente, exerceram funções essenciais para o processo de privatização, ampliando-o e acelerando-o.

Verificando o papel da privatização para o abatimento da dívida pública, Carvalho (2001) explica que a privatização deve ser tratada como uma operação de financiamento, equivalente a emissão de títulos públicos, e não como uma receita corrente, pois recursos que advém da privatização compõem as receitas de capital:

A política de privatização deveria ser tratada tal como a colocação de dívida pública: a contrapartida do pagamento em moeda nacional recebido hoje é uma receita líquida menos para financiar os gastos amanhã, depois de descontados a perda de

rendimentos, no caso da privatização, ou o serviço da dívida, no caso dos títulos públicos. (MANSOOR, 1987, apud CARVALHO, 2001, p.8)

Para solucionar os desequilíbrios da economia, tais como os déficits fiscal e em conta corrente, a privatização, para seus defensores, era vista como uma folga, uma estabilidade para saná-los, através de políticas de reformas estruturais. Contudo, as medidas deveriam ser tomadas em pouco tempo, visto que os recursos poderiam se esgotar, como observam Pinheiro & Giambiagi (2000). Para que os desequilíbrios fossem suprimidos quando as receitas das privatizações acabassem, o governo pretendia desvalorizar gradativamente a taxa de câmbio e diminuir gradualmente o déficit público.

2. O PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO E OS RESULTADOS DA PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL

2.1. Objetivos do PND e Contribuições Para o Ajuste Fiscal

O Programa Nacional de Desestatização, criado em 1990 para regulamentação do processo de privatização no Brasil, estabeleceu normas rígidas e procedimentos detalhados a serem seguidos em todas as privatizações no país. Alguns dos objetivos do programa citados por Silva (1997) são: contribuição para reestruturação econômica do setor público com a redução da dívida pública; contribuição para a reestruturação do setor privado com a modernização da infra-estrutura e do parque industrial do país e o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização de propriedade do capital das empresas que integram o PND.

O programa abrangia três agentes fundamentais para seu funcionamento: o conselho Nacional de Desestatização, o Órgão Gestor e as consultorias contratadas através de licitação pública.

O conselho representa uma autoridade superior, subordinada ao presidente da República e responsável pelas tomadas de decisões. Suas principais funções são: aprovar o modelo de privatização, bem como ajustes ou saneamento financeiro antes da venda dos ativos, fornecer linhas gerais de regulamentos para o programa, além de publicar um relatório anual com os resultados no âmbito do PND (SILVA, 1997, p. 10)

O Órgão Gestor do programa era o BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Tal agente era incumbido das seguintes tarefas: “organizar, administrar e executar as operações necessárias a serem realizadas para as vendas das estatais” (SILVA, 1997, p. 10). Era do BNDES que o Conselho retirava as informações necessárias para o seu trabalho.

As empresas de consultoria compõe o terceiro agente. Tratava-se de uma equipe constituída de consultores privados e auditores independentes. Silva (1997) explica que eram contratadas consultorias para a avaliação da empresa que seria alienada em relação ao seu modelo e seu valor econômico. Se houvesse divergência do valor encontrado em mais de 20% das consultorias, o Conselho deveria buscar outra avaliação para esclarecimento.

O papel das moedas de privatização no PND foi muito importante. As moedas de privatização – também conhecidas como moedas podres – eram diversos títulos públicos com

características particulares, que, segundo Pinheiro & Giambiagi (2000), tratavam-se de títulos principalmente da dívida não paga do governo. Tais títulos eram papéis de baixo custo de carregamento para o Tesouro, conforme explica Silva (1997), fato que prejudicava o abatimento da dívida pública:

Estas moedas são aceitas, ao par com a moeda corrente nacional, isto é, cada uma é cotada pelo seu valor de face, independentemente do seu fluxo financeiro (juros, prazo de vencimento, carência, etc). Para tanto, a Secretaria do Tesouro Nacional – STN, divulgará mensalmente no DOU, e nos terminais da Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos – CETIP, o preço unitário de cada papel. (SILVA, 1997, p. 12)

Tendo em vista a estrutura do PND apresentada, vale ressaltar agora seus propósitos e expectativas da época. Segundo Pinheiro & Giambiagi (2000), o cenário da economia com o Governo Collor era muito instável. A medida drástica tomada pelo governo foi o congelamento dos ativos financeiros da economia para conter o alto índice de liquidez da dívida pública. O governo pretendia devolver essa poupança incentivando a população a comprar ações das empresas estatais em processo de privatização.

Dessa maneira, segundo os autores, em 1990, o PND foi lançado pelo governo com a expectativa de privatizar rapidamente as grandes empresas. A meta era atingir US\$ 9 bilhões em privatizações até o mês de maio, porém esse objetivo não foi atingido e a relação entre o programa e a privatização de fato apresentava-se prejudicada. A má situação financeira das empresas em processo de privatização levava a necessidade de renegociação de acordos. Isso era um dos aspectos que prejudicava o sucesso do PND, entre outros:

A privatização através do PND mostrou ser muito mais difícil do que se previa a princípio. As muitas salvaguardas da Lei 8031 para impedir as falcaturas no PND e assegurar sua transparência (...) faziam com que cada venda levasse meses. (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 2000, p. 23)

No Governo Itamar Franco, o PND passou por rigoroso exame, de acordo com Pinheiro & Giambiagi (2000). O então presidente deu continuidade ao Programa fazendo alterações importantes que favoreciam o processo de privatização. Uma delas foi alteração da lei que regia o PND para ilimitar a participação estrangeira na privatização no país. Juntamente a isso, o cenário econômico mais favorável – estabilidade dos preços com o Plano Real e redução das taxas de juros – alavancava o processo de privatização. “No final, o PND

privatizou mais empresas e arrecadou mais receita no governo Itamar Franco do que na administração anterior” (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 2000, p. 25).

A privatização passou a ser uma reforma com ampla sustentação política num momento de grande oferta mundial de dinheiro. Pinheiro & Giambiagi afirmam que o PND revelou alta ampliação da abrangência do processo de privatização no país – sua primeira venda gerou mais receita que todas as privatizações anteriores. Esperava-se ganho fiscal permanente já nesse governo, com a utilização das receitas advindas da privatização para abatimento da dívida pública, porém, o PND ainda apresentava pequenas dimensões, de acordo com Pinheiro & Giambiagi (2000), portanto, seu ganho fiscal nessa época também foi pequeno.

A partir do governo Fernando Henrique que se dá início a grande expansão do alcance das privatizações:

O PND em si foi mantido quase intacto, porém foram efetuadas outras mudanças importantes no contexto legal e institucional após a promulgação da Lei das Concessões, em fevereiro de 1995, e as emendas constitucionais aprovadas mais tarde naquele mesmo ano. (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 2000, p. 30)

A abrangência do processo de privatização cresceu com a criação dos programas de privatização em âmbito estadual e com a extensão do PND para novos setores, segundo os autores. O processo de privatização ganhou tanta proporção que houve privatizações que não passavam pelo PND, eram decididas e executadas diretamente por ministros dos setores. Foi o caso das estradas e das telecomunicações.

Na segunda metade da década de 1990, a privatização passou a atrair grande influxo de investimento externo direto. O resultado indireto do estímulo a entrada de capitais foi mais importante do que no período anterior a 1994, devido a necessidade de financiar um grande déficit em conta corrente, como explicam Pinheiro & Giambiagi (2000).

Dessa maneira, a privatização era vista na época como fonte de credibilidade nas administrações dos governos, com expectativas de equilíbrio das contas públicas. Em suma, nota-se que o processo de privatização foi se modificando com o passar dos anos do PND: “de certa forma, a privatização acab[ou] criando uma lógica própria, além de seus objetivos iniciais” PINHEIRO; GIAMBIAGI (1994) apud PINHEIRO; GIAMBIAGI (2000, p. 35).

2.2. Discussão Sobre o Resultado das Privatizações no Brasil e os Efeitos Sobre a Dívida Pública

Com o lançamento do PND, conforme explicam Pinheiro & Giambiagi (2000), nos anos 1990, a privatização era apontada como uma tentativa de estabilização econômica na medida em que diminui a intervenção estatal e na economia e procura atingir o cumprimento fiscal. Para os autores, é a partir de 1996 que a privatização brasileira começa a surtir grande efeito. Os autores concordam que foi um importante recurso para controle da dívida pública: “Com receitas anuais de cerca de US\$30 bilhões em 1997/98, a privatização passou a ser um poderoso instrumento para conter a expansão da dívida pública e ajudar a cobrir o déficit em conta externa” (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 2000, p.39). Porém, como será analisado adiante, o efeito da privatização foi temporário, e não permanente.

Filho & Oliveira (1996) defendem a privatização como principal fonte de recursos não-inflacionários para financiamento do déficit público. Os autores argumentam que a privatização é uma fonte de ganhos que são adicionados a receitas correntes do país, melhorando as contas públicas. Segundo os autores, a alienação de ativos públicos reduz as NFSP em duas medidas: há redução da emissão de moeda e títulos para financiamento de gastos correntes, e há redução da dívida pública – na medida em que ocorre a troca de títulos públicos por ações das empresas privatizadas. Os autores defendem a ideia de que havia barreiras a serem vencidas para o pleno aproveitamento da privatização, tais como a regulação da economia brasileira, além do mais, para os autores, o Programa de Desestatização Nacional necessitava avançar com maior velocidade.

Nesse sentido, Nunes (1997) ressalta que um dos objetivos esperados com o PND era retomada dos investimentos proporcionados, agora pelas empresas privatizadas, destacando que o maior propulsor de crescimento econômico de um país corresponde ao seu nível de investimentos. O autor observa que nos últimos anos da década de 1990, as empresas estatais tornaram-se mais lucrativas na medida em que recebiam ameaças de privatização. As empresas tornaram-se mais eficientes e, com isso, aumentaram sua lucratividade e pagavam mais dividendos ao Estado.

Os resultados do PND, quando comparados com os dos programas de privatização de outros da América Latina, parecem, à primeira vista, bastante modestos. Entretanto, uma comparação mais cuidadosa revela que o PND é, entre eles, o de maior relevância no que tange à intervenção no setor industrial, pois foi o programa que arrecadou maior

volume de recursos com a alienação de participação estatal em empresas industriais (US\$ 3,6 bilhões). (TOURUNHO; VIANA, 1993, apud NUNES, 1997, p. 55)

Nunes (1997) afirma que o efeito privatizante do Estado nos anos 1990 é positivo na medida em que as receitas advindas são utilizadas para abater a dívida pública, e, com o aumento da eficiência das empresas – conclusão de seu estudo – a arrecadação do Estado cresce, decorrente ao aumento da arrecadação tributária proporcionada por essas empresas.

Contudo, autores como Hemming & Mansoor (1988), Buiter (1983), Mansoor (1987) & Walters (1992) mostram fatores negativos ligados a privatização. Esses autores explicam que a privatização não é eficaz para reduzir o déficit público, na medida em que acontece apenas a troca de um ativo menos líquido para um ativo mais líquido, sem ganho fiscal direto. Com a venda das estatais, se consegue recursos no presente momento, mas no futuro, os recursos do Estado são reduzidos, já que foram reduzidos os rendimentos.

Em relação a isso, Werneck (1989) também apresenta críticas à privatização para se conseguir o ajuste fiscal, com o seguinte argumento:

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. (WERNECK, 1989, apud NUNES, 1997, p. 55)

Mais um argumento que leva a contestação do ajuste fiscal através da privatização é o fato de que depois que os ganhos com as privatizações são utilizados para liquidar a dívida pública, novos déficits surgem, portanto, é uma iniciativa sem resultados significativos. A experiência argentina citada por Nunes (1997) é um bom exemplo:

Apesar de ter aumentado a competitividade externa e elevado a produtividade a nível interno, e embora o programa de privatização esteja na sua fase final, novos déficits fiscais voltaram a ser gerados e o endividamento atinge seu nível semelhante ao que antecedeu a privatização no país. (NUNES, 1997, p. 56)

3. O PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO E SUAS CONSEQUÊNCIAS

3.1. Os Efeitos do Ajuste Fiscal

Para ilustrar de forma algébrica a redução da dívida pública com a privatização, será analisado o trabalho de Pinheiro & Giambiagi (1992). Os autores estudaram de que forma se deu o ajuste fiscal nas condições da época. Pinheiro & Giambiagi (1992) mostram duas formas nas quais a privatização colabora para o ajuste fiscal: de um lado, a privatização traz um efeito temporário, de outro, um efeito permanente.

Os autores explicam que o efeito temporário se dá no sentido de que a venda de ativos imobilizados gera uma receita de capital que pode complementar as receitas correntes e reduzir temporariamente o déficit nas contas públicas, durante o processo de privatização. Trata-se de um efeito de curto prazo. Assim sendo, o déficit não se reduz para a melhora permanente das contas públicas, acontece apenas uma redução temporária e o ajuste fiscal não se consolida. Já efeito permanente, segundo os autores, se dá caso o processo de privatização culmine em uma reestruturação de atividades ou de ativos e passivos do setor público. Dessa forma, quando finalizado o processo de privatização, haverá uma redução significativa no déficit público ou um aumento significativo no superávit.

A soma do efeito temporário e do efeito permanente corresponde ao valor presente do ajuste fiscal total ($VP - VP^*$):

$$VP - VP^* = \{(1 + \beta)[A_0 - A_0^*](1 - \alpha)\} + \{\sum(1 + \delta^*)^{-t}[s^*A_{t-1}^* - I_t^* - i^*D_{t-1}^*] - \sum(1 + \delta)^{-t}[sA_{t-1} - I_t - iD_{t-1}]\}$$

A primeira parte da equação representa o efeito temporário: $\{(1 + \beta)[A_0 - A_0^*](1 - \alpha)\}$ e a segunda parte, o efeito permanente: $\{\sum(1 + \delta^*)^{-t}[s^*A_{t-1}^* - I_t^* - i^*D_{t-1}^*] - \sum(1 + \delta)^{-t}[sA_{t-1} - I_t - iD_{t-1}]\}$

Em que:

β reflete o possível ágio com que a empresa pode ser vendida (preço de venda > preço mínimo)

A_0 representa o valor dos ativos do governo;

α é parcela dos recursos arrecadados com a privatização utilizada para abater a dívida pública;

s representa a taxa de retorno sobre o ativo

I_t é o investimento agregado;

i representa a taxa de juros média paga sobre a dívida

D é a dívida do setor público

δ é o fator de desconto para se determinar o valor presente do ajuste fiscal. Esse fator reflete a urgência do ajuste diante das condições macroeconômicas como: inflação, déficit, baixo crescimento, etc.

O asterisco representa o valor da variável em caso de privatização, no mesmo período de tempo ao qual se refere a variável sem asterisco.

Vale ressaltar uma análise minuciosa das variáveis para melhor entendimento do efeito da equação. Consideremos o primeiro termo (temporário) como representando o impacto das vendas no momento em que ocorrem as privatizações. E o segundo, nos momentos seguintes.

Os autores explicam que β representa a possibilidade da empresa ser vendida com ágio caso essa possa se tornar mais eficiente, se o seu valor econômico for maior para um empresário privado do que para o Estado. Funciona da seguinte maneira: se a empresa privatizada ficar mais rentável, isso significa que o valor para o investidor será maior do que para o Estado, então: $\beta > 0$. Em outras palavras, se o investidor considerar o valor da empresa acima do valor que o governo considerar, ele pagará um “prêmio” ao governo. Se não, há deságio.

A variável α representa a parcela da receita advinda da privatização para abatimento da dívida e a variável A representa o valor dos ativos. O ajuste, para ser permanente, dependeria de uma parcela dos recursos da venda direcionar-se ao pagamento das dívidas, então: $\alpha > 0$.

Analisando o efeito permanente, Pinheiro & Giambiagi (1992) mostram que o termo: $s^*A_{t-1}^* - sA_{t-1}$ representa a diferença de receita com a venda da empresa e: $i^*D_{t-1}^* - iD_{t-1}$ reflete o efeito do gasto da receita da privatização com os juros da dívida pública. A importância do fator desconto (δ) é justificada pelos autores pelo motivo de que um superávit presente valia mais do que um superávit futuro devido a intensa busca pela estabilização da economia – tendo em vista o cenário econômico da época.

Em relação ao Investimento, os autores explicam que o termo I representa o investimento mínimo compatível com a meta de crescimento macroeconômica. Nesse sentido, vale destacar que o ganho fiscal é medido em relação ao déficit “potencial” do setor público, o

que significa que deve-se somar ao déficit observado os gastos públicos não realizados, os quais o setor público arcaria em condições “normais” como explicam Pinheiro & Giambiagi (1992). Portanto, as despesas com investimentos nas empresas estatais possuem uma meta de crescimento macroeconômico a ser atingida. Em outras palavras, o investidor precisa analisar se vale a pena superar o investimento que o governo faria para manter a empresa competitiva no mercado. Dessa maneira os autores explicam que $I_t - I_t^*$ representa “a transferência para o setor privado do investimento necessário a manter a competitividade da empresa vendida” (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 1992, p. 11).

Em suma, a somatória do segundo componente – efeito permanente da equação – se dá pela perda de receitas de vendas da empresa privatizada; pela transferência ao setor privado do investimento necessário para manter a empresa competitiva e pelo efeito sobre as despesas de juros que se obteve com as receitas de privatização.

Para uma análise sobre os efeitos da privatização, será estudado o comportamento das receitas e do investimento das empresas estatais no período de 1980 a 1992. A finalidade dessa análise é concluir se o resultado do processo de privatização no Brasil culminou em um efeito permanente ou resultou apenas em um efeito temporário. A análise e explicações sobre o comportamento apresentado dessas variáveis e suas interferências nos efeitos permanente e temporário da privatização serão feitas no capítulo seguinte.

3.2. Análise da Receita e do Investimento no Caminho Para a Privatização

Com base no modelo visto no item anterior analisa-se agora o comportamento das variáveis: “receita” e “investimentos”. Assim, procura-se responder até que ponto a evolução das mesmas condicionou os resultados do processo de privatização no Brasil.

A partir da análise das variáveis receita e investimento na década de 1980 até o início da década de 1990 pode-se traçar um caminho que leva a verificação do efeito que a privatização surtiu no país. No Gráfico 1, abaixo, é notável que a partir de 1990, – período no qual se inicia a maior e mais intensa década de privatizações no país – as receitas advindas das empresas estatais reduzem, bem como o investimento realizado nelas.

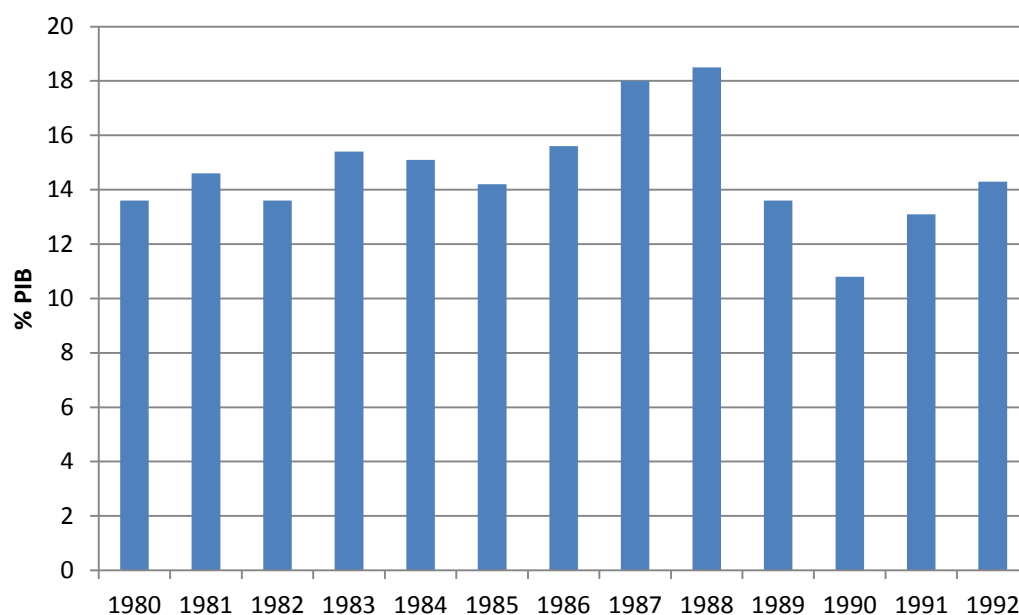


Gráfico 1: Trajetória das Receitas das Estatais em Relação a Porcentagem do PIB

Fonte: (PINHEIRO; SCHNEIDER, 1994, p. 37)

No ano de 1988 o nível de receitas atinge seu máximo, seguido por uma queda no ano posterior, e a partir de então não há recuperação das receitas. Dessa forma, nota-se o comportamento desfavorável dessa variável, devido a uma queda de 4,9% no primeiro ano da década de 1990 em relação ao ano de 1988, onde, como já observado, as receitas foram as maiores da década de 1980. Isso significa que a atribuição de valor para as empresas estatais que os investidores do setor privado estariam dispostos a pagar, sofreria impactos negativos. Em outras palavras, a queda das receitas provenientes das EEs contribuiria para uma redução do ágio no qual essas empresas poderiam ser vendidas, como será analisado no próximo item.

Nesse sentido, com a queda das receitas, defende-se a privatização pelo baixo retorno obtido pelas empresas estatais. Além disso, o baixo retorno esperado também era um argumento que favorecia a privatização. Em contrapartida, ocorre que, quando há a privatização, há, consequentemente, a redução de rendimentos futuros para o governo, fato que leva a diminuição dos recursos do Estado. Porém, em relação a isso, a defesa da privatização se dá pelo argumento de que, mesmo com a diminuição dos rendimentos futuros do Estado, as empresas privatizadas passam a pagar impostos, e quando há o aumento de eficiência das empresas privatizadas, essas passam a pagar mais impostos ainda, elevando, assim, a receita tributária do Estado.

No caso dos investimentos, o Gráfico 2 abaixo mostra de forma bem nítida que até meados da década de 1980 havia um comportamento muito mais instável quando comparado

com as receitas. Tal instabilidade decorreu de políticas advindas desde os anos 1970. Entre elas: o controle de tarifas e preços públicos como forma de reduzir a pressão inflacionária, os gastos decorrentes dos investimentos advindos desde o 2º PND e os montantes expressivos de financiamento externo acabaram por retirar a capacidade de autofinanciamento das estatais. Somados os efeitos do ajuste recessivo do início da década reduziu-se também a capacidade de investimento. De 1981 até 1986 houve quedas sucessivas. Após 1987 tais quedas passam a ser muito mais acentuadas.

Do ponto de vista do modelo explicado anteriormente, no início dos anos 1990 tal evolução negativa resultou no nível mais baixo da série, conforme pode ser observado.

E isso significa que estando situados nestes níveis, a aquisição dessas empresas pelo setor privado implicaria que os investidores deveriam realizar montantes mais elevados de gastos a fim de recuperar a capacidade competitiva de tais empresas. Este fator associado à queda das receitas, também pode ser apontado como mais uma das causas que contribuiria para diminuição do ágio.

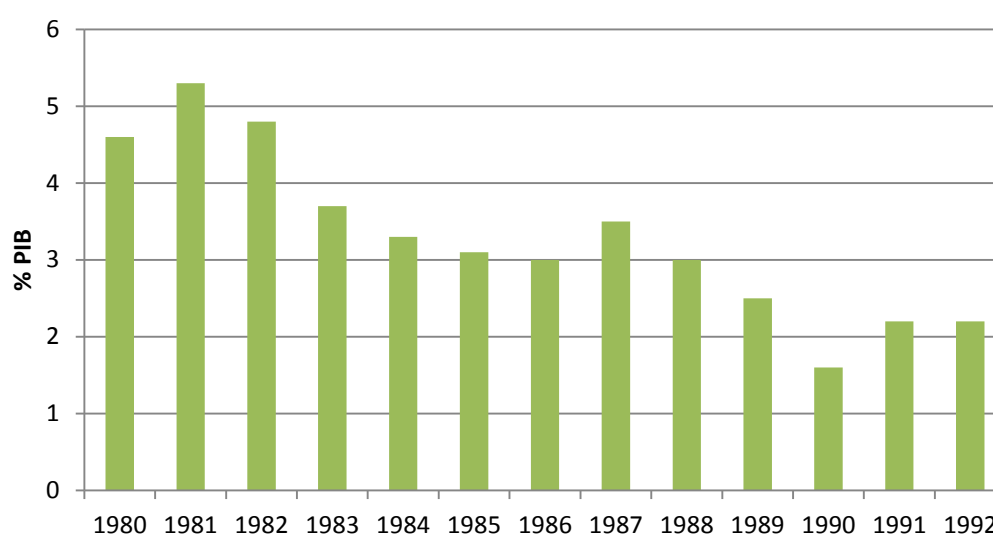


Gráfico 2: Trajetória do Investimento Realizado nas Estatais em Relação a Porcentagem do PIB
Fonte: (PINHEIRO; SCHNEIDER, 1994, p. 37)

Em relação a isso, Nunes (1997) aponta que ao mesmo tempo de queda do investimento nas estatais, houve também aumento do gasto com pessoal, fato que corroborou para o agravamento das contas públicas, favorecendo a privatização. Nesse cenário, o Estado Brasileiro apresentava-se sem recursos para financiar as estatais estratégicas e devido a isso, deveria passar tal responsabilidade para o setor privado. Uma das bases para essa defesa de

privatização é o fato de que a subutilização da infra estrutura e de ativos existentes representava um custo de oportunidade dispendioso para o Estado que poderia ser solucionado com a alienação desses ativos.

O baixo nível de investimentos levanta um aspecto importante enquanto argumento favorável à privatização: é o fato de que a privatização é responsável por atrair os investimentos no país, e, os investimentos, por sua vez, aumentam com o processo de privatização. Tal processo poderia caracterizar-se em um novo justificando-se, assim, que a privatização poderia ser um dos pressupostos para um novo modelo de crescimento da economia.

O capital que interessa é o investimento direto, que cria raízes no país. Esse capital afui na medida das oportunidades que lhe são oferecidas. E a privatização é a maneira eficaz de criar tais oportunidades (SIMONSEN, 1995 apud NUNES, 1997, p. 19)

Um exemplo significativo de queda no investimento é a Companhia Vale do Rio Doce. Nunes (1997) explica que o nível de investimentos realizados na empresa, quando estatal, foi muito inferior ao nível de investimentos na empresa já privatizada devido ao fato que os cortes do orçamento impediam que a empresa explorasse ao máximo seu potencial, fato que contribuiria para a redução da competitividade internacional da empresa.

Em relação ao ajuste fiscal, considera-se que a retomada do investimento pode trazer um efeito indireto da diminuição da dívida pública. Sobre isso, pode haver redução da relação da dívida pública sobre o PIB na medida em que o crescimento do investimento nas empresas privatizadas aumente a competitividade das empresas e contribua para financiar o investimento.

Para a análise do investimento ligado a modernização do parque industrial do país, com a ampliação da competitividade, alcançado através da privatização, Pinheiro & Giambiagi (1992) explicam que há problemas. Um dos problemas é o fato de que a retomada dos investimentos depende da estabilidade econômica, que, no período analisado, até 1992, não existia. Outro fato que, para os autores, não justificaria a privatização para esse objetivo é que a competitividade e a eficiência podem ser atingidas “por uma boa administração e a definição de objetivos das EEs, como vêm mostrando os resultados dessas empresas no último ano” (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 1992, p. 54)

Tendo essa análise em vista, é possível concluir que a diminuição das receitas e investimentos contribuiu para o processo de privatização dos anos 1990. No item a seguir a

análise se concentrará no valor atribuído para as empresas estatais. Através do ágio será feita a análise dos efeitos permanente e temporário da privatização.

3.3. Análise do Ágio Atribuído Para as Empresas

Uma das mais incisivas críticas do período de maior privatização do país é sobre o valor atribuído para a venda das empresas estatais. A crítica consolida-se no fato de que os valores atribuídos estavam abaixo do necessário para o Estado. Um dos parâmetros de referência para esses valores, como explicam Pinheiro & Giambiagi (1992), trata-se da quantia acumulada de investimentos já feita pelo setor público na empresa que está a ser vendida. Contudo, os autores ressaltam que o valor da empresa depende dos lucros líquidos futuros que o investidor espera alcançar com a compra, o que não necessariamente condiz com o investimento passado que ela recebeu.

É necessário esclarecer a importância do ágio para essa análise. Conforme explicado no item 3.1, o ágio representa o prêmio pago na compra de uma empresa no caso dessa apresentar vantajosa para o setor privado. Para tal, leva-se em conta a eficiência, a lucratividade e os investimentos nela realizados. Em outras palavras, a rentabilidade da empresa é um fator determinante. Se a empresa apresentar uma alta rentabilidade, o valor atribuído pelo setor privado para empresa, possivelmente será maior do que o valor atribuído pelo Estado, o que representa o ágio.

Quando uma empresa estava para ser privatizada, era fixado um valor mínimo, para venda dessa empresa. Essas empresas iam a leilões e, o valor que era oferecido pelos investidores, maiores que o valor mínimo atribuído, significava o ágio. O valor de leilão, no caso, era o valor no qual a empresa era realmente vendida. Portanto, a diferença entre o valor mínimo atribuído para a empresa e o quanto foi pago – que é o valor de leilão – é chamada de ágio.

A crítica se baseia no argumento de que o preço de venda das empresas que foram leiloadas muito se aproximou – quando não se igualou – ao preço mínimo oferecido por elas. Isso significa que os ágios recebidos pelas empresas, conforme mostra a análise da Tabela 1 foram muito reduzidos, fato que não contribuiu para um efeito permanente da privatização. Das 21 empresas analisadas, 14 não obtiveram ágio algum, isso significa que foi pago o mínimo ofertado por essas empresas.

Vale ressaltar aqui, conforme explicado por Pinheiro & Giambiagi (1992), que o caso brasileiro de privatização se diferenciou de outros casos internacionais. No caso brasileiro, o preço de venda não foi fixado pelo governo, agente esse, que ficou com um papel secundário. O governo definia preço mínimo de venda, mas que poderia ser ultrapassado, já que “o preço final é obtido em leilão e, portanto, determinado pelo mercado” (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 1992, p. 43).

Para a atribuição do preço para as EEs Carvalho (2000) explica que eram feitas operações de saneamento financeiro num procedimento operacional antes da empresa entrar a venda, tal procedimento chamado de “ajustes prévios”. Tais ajustes eram elaborados pela Comissão Diretora do PND. A finalidade era atrair os investidores e, em muitos casos em que as empresas apresentavam-se deterioradas, tornar possível a privatização. Esses ajustes tratavam-se da reorganização financeira da empresa, capitalização da empresa, negociação de acordos que restringiam a venda entre outros.

A análise feita na Tabela 2 abaixo permite avaliar a diferença entre o valor que foi pago pelas empresas – o valor de leilão – e o valor mínimo definido pelo governo. Através dela torna-se possível afirmar que diferenças maiores entre o valor ofertado em leilão e o valor mínimo representam um ágio maior e, vice-versa.

Empresa	Valor de leilão	Valor mínimo ofertado	Ágio
Usiminas	1112,4	973,5	14%
Celma	90,7	72,5	25%
Mafersa	48,4	18,5	162%
Cosinor	13,7	12	14%
Snbp	12	7,8	54%
Indag	6,8	6,8	0%
Piratini	106,2	42	153%
Petroflex	215,5	178,6	21%
Copesul	797,1	617,1	29%
Al&is	46,6	46,6	0%
CSTII	332,3	332,3	0%
Nitriflex	26,2	26,2	0%
Fosfertil	177,1	139,3	27%
Polisul	56,8	56,8	0%
Pph	40,8	25,1	63%
GoiASFertil	12,7	12,7	0%
Acesita	450,3	347,7	30%
Cbe	10,9	10,9	0%
Poliolefinas	87,1	87,1	0%
Csn	1056,6	1056,6	0%
Ultrafertil	204,4	204,4	0%

Tabela 1: Ágio Atribuído na Venda das Estatais

Fonte: (PINHEIRO;GIAMBIAGI, 1994). Elaboração própria

Na Tabela 2, abaixo, expõe-se a distribuição do número de empresas por percentuais de ágios. Ela visa demonstrar de forma mais clara a distância dos valores ofertados em leilão em relação ao valor mínimo.

Conforme pode-se observar, das 21 empresas analisadas, a grande maioria, 66,7%, obteve ágios até 25%. Nesse percentual estão inclusas as empresas que não apresentaram ágio algum, onde o valor mínimo atribuído a elas foi igual ao valor no qual foram vendidas. Soma-se um total de 10 empresas nessa condição, conforme observado na Tabela 1 acima.

Ágio	Número de empresas	%
Até 25%	14	66,67%
25% a 50%	3	14,28%
50% a 75%	2	9,52%
75% a 100%	0	0%
Maior de 100%	2	9,52%
Total	21	100%

Tabela 2: Proporção de Ágio Atribuído para Empresas

Fonte: (PINHEIRO;GIAMBIAGI, 1994). Elaboração Própria

Para avaliar o resultado encontrado do baixo ágio atribuído na venda das empresas, é necessário relacionar o fato já analisado anteriormente sobre a diminuição da receita e do investimento durante a década de 1980 e início da década de 1990. É notável que esses fatores contribuíram para a redução do valor atribuído para as estatais que foram vendidas.

Corroborando para essa conclusão, Pinheiro & Giambiagi (1992) fazem uma análise sobre todos os motivos por eles estudados para a baixa atribuição de valor para as empresas.

Um dos motivos apontados pelos autores é em relação a quando a empresa foi criada. Ela pode ter sido fruto de um mau investimento em função de erros decisórios – muitas vezes, critérios políticos. Outro motivo que colabora para o resultado encontrado é em relação a política econômica. É notável que muitas das estatais foram utilizadas como instrumentos de políticas macroeconômicas e acumularam prejuízos ao longo dos anos – devido a fatores como: tomada de empréstimos externos, controle de preço e subsídio ao desenvolvimento de determinados setores no âmbito da iniciativa privada. Essas condições muitas vezes não eram revelados aos investidores, pois, caso isso acontecesse, como explicam os autores, a privatização seria impossível.

Outro motivo relevante trata-se do cenário econômico no qual as empresas estavam sendo vendidas. No começo do PND, início da década de 1990, o contexto econômico e político era muito instável, caracterizado por contração de investimentos e com clima de incertezas. Isso também favoreceu a depreciação do valor atribuído as estatais para venda. Sobre isso, os autores explicam:

O baixo valor de venda resulta da elevada taxa de desconto que é aplicada aos lucros futuros, o que, no caso do Brasil, explica-se pela existência de um spread de risco elevado, reflexo da volatilidade do patrimônio das empresas e da extrema instabilidade registradas nos anos '80 e no começo dos anos '90. (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 1992, p.44)

Apesar de todos os pontos apresentados que problematizam a privatização ocorrida no Brasil, Pinheiro & Giambiagi (1992) afirmam que caso o maior processo de privatização não ocorresse no início da década de 1990 – como ocorreu – por conta das incertezas e da economia muito instável e da falta de investimentos de atualização tecnológica, os preços poderiam ser mais baixos ainda, caso, a opção escolhida fosse a postergação da privatização.

Essa análise visa mostrar que foi devido à queda dos investimentos e das receitas das estatais; ao cenário econômico e político da época e ao estado de deterioração que as empresas se encontravam, que o preço de venda das EEs foi tão baixo que muitas vezes igualou-se ao preço mínimo, fato que consequentemente levou a atribuição de baixos ou inexistentes ágios na venda das empresas.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A privatização é um tema que voltou a ser discutido no país devido ao cenário econômico que o Brasil atravessa. Em épocas de crise – tal como foram nos governos dos anos 1980 e 1990 – defende-se a privatização, principalmente pelo argumento da necessidade de um ajuste fiscal. Por outro lado, a crítica a esse modelo para busca do equilíbrio nas contas públicas se dá em muitos sentidos.

Um dos argumentos que contradizem diretamente esse do ajuste fiscal é o raciocínio de que, com a privatização, os recursos do Estado diminuem devido à redução de seus rendimentos pela alienação de seu patrimônio. Com a intensa discussão entre prós e contras à privatização, este trabalho procurou contribuir para o debate sobre a avaliação da eficiência da privatização para a economia brasileira, estudando alguns dos resultados surgidos com as privatizações passadas.

Com base nos dados apresentados, chega-se a conclusão que o processo de privatização que ocorreu no Brasil não criou raízes. Os dados demonstrados pelas variáveis tratadas neste trabalho deram alguns indícios de que não foi possível a melhora permanente nas contas públicas do país devido ao efeito temporário que a privatização resultou. Ou seja, o efeito permanente que o processo privatização buscava alcançar não aconteceu. Muito embora deva ser reconhecido que tal afirmação baseia-se em poucos dados e necessitaria de uma análise mais aprofundada que fugiria dos limites desta monografia.

A análise feita a partir da equação de avaliação do ajuste fiscal de Pinheiro & Giambiagi (1992) exposta no Capítulo 2, é fundamental para o entendimento do efeito temporário como sendo dominante no processo privatização no país.

Com a avaliação das variáveis receita e investimento mostrou-se que, antes da década de 1990 as empresas apresentaram quedas nesses índices, fato importante para a defesa da privatização. A alienação das empresas para o setor privado seria a solução para essas estatais deterioradas e para o ajuste das contas públicas do país.

Todavia, estudos empíricos mostram que a privatização pode contribuir para a eficiência de uma empresa, como pode não ter efeito nenhum em relação a isso. O aumento da eficiência de uma empresa privatizada depende de outros fatores como o gerenciamento, as especificidades da atividade e do ambiente econômico que a empresa está inserida.

O efeito permanente esperado pela privatização relaciona-se com o crescimento de longo prazo que ocorreria pelo aumento da eficiência. Um exemplo disso poderia ser a melhoria na infraestrutura do país que, não necessariamente exclui o papel do Estado, ao mesmo tempo a reestruturação de passivos do setor público. Tais fatores poderiam atuar reduzindo os custos de investimento privado e atraindo investimentos estrangeiros.

Em outras palavras, com as receitas de privatização esperava-se obter uma reestruturação de gastos na medida em que haveria a possibilidade de um ajuste fiscal de longo prazo, ou seja, um ajuste fiscal permanente. Porém, o que foi analisado nessa monografia sugeriu não ter ocorrido esse efeito permanente.

Outro ponto revelado foi que a análise das variáveis receita e investimento mostrou que as quedas nesses índices proporcionou baixo ágio na venda das estatais. O preço de venda das estatais foi abaixo do necessário para o processo de privatização resultar em um efeito permanente nas contas públicas. Foram atribuídos ágios muito pequenos na venda das empresas, e, muitas vezes, o preço mínimo se igualou ao preço de leilão das mesmas, ou seja, o ágio foi inexistente. Portanto, os resultados obtidos sugerem não ter havido uma melhora permanente nas contas públicas do país.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BEESLEY, M.; LITTLECHILD, S. **Privatization: Principles, Problems and Priorities**. 1983.

CARVALHO, M. A. S. **Privatização, Dívida e Déficit Públicos no Brasil**. Rio de Janeiro, 2001.

CAVALCANTI, J. C. **Economic Aspects of The Provision and Development of Water Supply in 19th Century Britain**. Grã-Bretanha: University of Manchester, 1991 (Tese de Ph.D.).

FILHO, J. C. M.; OLIVEIRA, C. W. **O processo de Privatização das Empresas Brasileiras**. IPEA, 1996.

GALAL, A. *et alii*. **The Welfare Consequences of Selling Public Enterprises: An Empirical Analysis**. Banco Mundial, Oxford University Press, 1994.

GIAMBIAGI, F.; PINHEIRO, A. C. Os antecedentes macroeconômicos e a estrutura institucional da privatização no Brasil. In: GIAMBIAGI, A. C.; FUKASAKU, K. (Ed.). **A Privatização no Brasil: O caso dos Serviços de Utilidade Pública**. Rio de Janeiro, 2000.

GIAMBIAGI, F.; PINHEIRO, A. C. **As Empresas Estatais e o Programa de Privatização do Governo Collor**. IPEA, 1992.

GIAMBIAGI, F.; PINHEIRO, A. C. **Brazilian Privatization in the 1990s**. IPEA, Rio de Janeiro, 1994.

HACHETTE, D.; LÜDERS, R. **Las privatizaciones en Chile**. Santiago, Centro Internacional para el Desarrollo Económico, 1992.

HEMMING, R; MANSOOR, A. M. **Privatization and Public Enterprises**. Washington D.C., 1988.

NELLIS, J.; SUNITA, K. **Public Enterprise Reform: Privatization and the World Bank**. Washington: The World Bank, DC, 1989.

NUNES, Ricardo da Costa. **Privatização e Ajuste Fiscal no Brasil**. Brasília, ESAF, 1997.

PINHEIRO, A. C. **Impactos Microeconômicos da Privatização no Brasil**. 1996.

PINHEIRO, A. C.; SCHNEIDER, B. R. **The Fiscal Impact of Privatization in Latin America**. IPEA, UFRJ, 1994.

PRZEWORSKY, A. **Nota sobre o Estado e o Mercado**. Revista de Economia Política. Vol. 16, n.º 3, jul/set, 1996

RAMAMURTI, R. **Why Haven't Developing Countries Privatized Deeper and Faster?** Massachusetts Institute of Technology, Northeastern University, 1999.

SHAY, D. **Privatização: O caso de Granada. Em Privatizar para Crescer**, 1987.

SILVA, V. A. **O Impacto das Moedas de Privatização Sobre a Dívida Pública.** Brasília, ESAF, 1997.

TOURINHO, O.; VIANA, R. L. L. **Avaliação e Agenda do Programa Nacional de Desestatização.** Texto para discussão n.º 322. IPEA, 1993.

TOURINHO, O.; VIANA, R. L. L. **Motivação e Estruturação do Programa Nacional de Desestatização.** Texto para discussão n.º 324. IPEA, 1993.

VICKRES, J.; YARROW, G. **Economic perspectives in privatization. Journal of Economic Perspectives.** v. 5, n.2, 1991.

WALLE, N. V. W. **Privatization in Developing Countries: A Review of the Issues.** New Jersey, Princeton University, 1989.

WERNECK, R. L. F. **Aspectos Macroeconômicos da Privatização no Brasil. Pesquisa e Planejamento Econômico.** Rio de Janeiro, v.19, n.2, agosto, 1989.