

DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E ECONOMIA BRASILEIRA

IMPACTO DA
PRIVATIZAÇÃO SOBRE AS
CONTAS PÚBLICAS
BRASILEIRAS

.....

Jair do Amaral Filho

Doutor em Economia; professor do Departamento de Teoria Econômica da Universidade Federal do Ceará e do Curso de Mestrado em Economia (CAEN) e Pesquisador do CNPq

Edilberto Carlos Pontes Lima

Mestre em Economia e economista da Coordenação Geral de Finanças Públicas do IPEA (CGFP/IPEA)

RESUMO :

.....

Analisa o impacto da privatização sobre as contas públicas brasileiras por três ângulos distintos: pelo primeiro, verifica o impacto intertemporal sobre as Necessidades de Financiamento do Setor Público; pelo segundo, observa se há razões para ganho ou perda patrimonial *a priori* com a venda de empresas estatais; e, pelo terceiro, situa o papel das receitas de privatização para garantir a transição entre a atual situação de dificuldades fiscais e uma situação de equilíbrio nas contas públicas, quando as reformas estruturais em curso nas finanças públicas estiverem surtindo efeitos.

PALAVRAS - CHAVE :

Privatização; Contas Públicas.

1-INTRODUÇÃO

.....

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

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

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

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

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

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

2- IMPACTO DAS PRIVATIZAÇÕES SOBRE AS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO

.....

Como chamado a atenção por BUITER (1985), o ponto básico dessa questão é analisar o orçamento do governo de forma intertemporal. O governo obtém as receitas de privatização, mas abre mão dos dividendos das empresas. No Brasil, adotou-se uma metodologia específica para tratar tais receitas¹ Estas podem ter duas destinações. A primeira é abater dívida mobiliária diretamente e a segunda é financiar investimentos de longo prazo por meio do Fundo de Reestruturação Econômica (FRE)². Em ambos os

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

² Foi este o caso dos recursos obtidos com a privatização da Companhia Vale do Rio Doce. 50% abateu dívida mobiliária e 50% foi utilizado pelo FRE. Em ambos os casos, a dívida líquida do setor público diminuiu.

casos, a dívida líquida do setor público diminui. Isto porque o governo montou uma engenhosa engenharia financeira que consiste no repasse ao BNDES do montante arrecadado com a privatização destinado ao financiamento de investimentos e ao mesmo tempo no repasse do montante do mesmo valor de títulos emitidos por conta do ajuste patrimonial - dívidas do governo que existiam, mas não eram reconhecidas e passaram a sê-lo, como o Fundo de Compensações por Variações Salariais (FCVS). Quando o dinheiro dos financiamentos for pago, será utilizado para quitar as dívidas provenientes do ajuste patrimonial que, da mesma forma que os financiamentos, também são de longo prazo. Assim, quer se utilizem as receitas de privatização para abater dívidas diretamente, quer

para financiar investimentos de longo prazo, os dois casos levam à diminuição da dívida líquida do setor público³.

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

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

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

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

Obviamente que o montante de dívida a ser abatido depende do preço de venda. Como não existe “al-

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

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

³ Qualquer que seja a destinação das receitas de privatização, estas entram nas contas do governo diminuindo a dívida líquida do setor público, mais precisamente, tais receitas entram com sinal negativo no ajuste patrimonial. A exceção são as receitas de concessão que são contabilizadas no resultado primário, ou seja, entram da mesma forma que uma receita tributária.

3- PREÇO DE VENDA

O valor de venda é determinado teoricamente pela utilidade esperada do fluxo de caixa futuro que a empresa gerará. Formalmente⁴:

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

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

i) $P_i U(FC_i)$. Três fatores principais parecem determinar $PU(FC)$:

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

O segundo é a capacidade gerencial; há razões teóricas, confirmadas, pelo menos parcialmente, por diversas evidências empíricas que o setor privado é mais eficiente⁵ ao administrar uma empresa que o setor público. A “teoria da agência”⁶ (LIMA, 1977) (explica as diferenças de performance a partir de duas perspectivas: primeiro, os objetivos do principal (os proprietário(s)) são distintos; na empresa privada, a busca do lucro induz a redução do custo de produção; na empresa pública, os objetivos do principal em última instância (a população) não são bem-definidos. Segundo, os administradores (agentes) privados se defrontarão com o risco de falência, com o risco de aquisição de controle (takeover) - se a empresa for de capital aberto - e com monitoramento mais atento por parte dos acionistas (principais), enquanto que os administradores de empresas públicas responderão a ministros, muitas vezes políticos, com interesses diversos, em que nem sempre a redução de custos é o mais relevante; além disso, dificilmente empresas públicas sofrem riscos de falência ou takeover (YARROW, 1989); (BÖS, 1991). O corolário é que se há expectativa das empresas tornarem-se melhor administradas após a privatização, o fluxo de caixa esperado tornar-se-ia maior após a privatização, o que, ceteris paribus, faria a empresa mais valiosa para o setor privado que para o setor público.

O terceiro é a postura diante do risco, ou seja, a aversão (e o seu grau) ou neutralidade diante do risco; formalmente⁷, um investidor é avesso ao risco se e somente se

é uma função utilidade de Bernoulli, x é a recomendação monetária.

$$\int u(x)dF(x) \leq u\left(\int x dF(x)\right) \quad \text{para todo } F(\cdot): \mathbb{R} \otimes [0,1]^8, \text{ onde } F(\cdot) \text{ é uma loteria, } u(x)$$

⁴ Este é um modelo teórico; na prática, os investidores observarão apenas o fluxo de caixa esperado e a taxa de desconto ($PV = \sum FC_t / (1+i)^t$) porque a função utilidade de cada investidor não tem como ser medida. O que vale, entretanto, é que - de acordo com tal função utilidade, apesar de não ter como ser medida - ela existe e é através dela que um investidor avalia uma empresa.

⁵ O conceito de eficiência aqui referido é o de desempenho econômico-financeiro da empresa (por exemplo, retorno sobre as vendas, retorno sobre o patrimônio, vendas por empregado, etc); não se trata, portanto, da eficiência em termos de qualidade de bens e serviços ou da satisfação dos consumidores finais.

⁶ A propósito da aplicação da “teoria da agência” na análise da privatização.

⁷ As formalizações são baseadas naquelas do capítulo 6 (Choice under uncertainty; págs. 167 a 215) de MAS-COLLEL, WHINSTON & GREEN (1995).

⁸ Desigualdade de Jensen (Jensen’s inequality).

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

$$u(x) = (1/2 + p(x, e, u)) u(x+e) + (1/2 - p(x, e, u)) u(x-e), \quad e > 0.$$

explicada por (ARROW & LIND, 1970, p. 364): “É largamente aceito que os indivíduos não são indiferentes à incerteza e não avaliarão um ativo com retorno incerto pelo seu valor esperado. (...) investidores não escolhem investimentos para maximizar o valor presente dos retornos esperados, mas para maximizar o valor presente dos valores ajustados para o risco”. (tradução dos autores)

O ponto que aqui interessa é saber quem é mais avesso ao risco, o setor público ou o setor privado. ARROW & LIND (1970) resenham as diversas visões sobre essa questão e apontam quatro pontos de vista distintos: (i) o primeiro é que, dado um mercado de capitais perfeito, o fator de desconto para o risco seria exatamente o mesmo tanto para o investimento público quanto para o setor privado porque, do contrário, haveria tendência a acontecer sobreinvestimento do setor público em detrimento de investimento de maior retorno do setor privado; (ii) o segundo é que o governo poderia ignorar a incerteza e agir como neutro ao risco, ou seja, o valor esperado dos fluxos de caixa do investimento não seriam deduzidos de um fator de desconto para o risco; o argumento que sustenta esta posição é que o governo poderia diversificar suficientemente seus investimentos, de forma a minimizar riscos; além disso, determinados riscos associados a risco moral (moral hazard) - comportamento fraudulento por parte dos sócios - que os investidores privados enfrentam e para isso pagam prêmios de risco, não são enfrentados pelo setor público; (iii) o terceiro ponto de vista é na mesma linha do anterior, mas por razões distintas; basicamente a idéia é que o governo seria indiferente ao risco porque as preferências individuais não teriam relevância nas suas decisões de investimento que seriam tomadas como uma questão de política nacional. Isto devido ao fato de que imperfeições do mercado

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

A implicação dos conceitos de “equivalente” com certeza e de “prêmio de risco” é que quanto maior a aversão ao risco, menor será o “equivalente certo” do projeto (STIGLITZ, 1988). Esta questão é bem

não permitiriam que se observassem as preferências individuais, prevalecendo a postura diante do risco das autoridades responsáveis pelas decisões; (iv) o quarto ponto de vista é o dos próprios autores; eles argumentam que o risco do governo é completamente diferente do risco privado; ele poderia ignorar a incerteza porque é capaz de distribuir o risco associado a qualquer investimento público entre um número grande de pessoas. Assim, apesar da controvérsia sobre o fator de desconto para o risco, o argumento de ARROW & LIND (1970) sobre a baixa incerteza associada ao investimento público é muito forte, o que, se não nos permite concluir que o governo seria neutro ao risco, pelo menos sugere que seria menos avesso que o setor privado.

Da análise dos três fatores, percebe-se que não é óbvia a conclusão sobre quem terá $PiU(FCi)$ mais alto, se a empresa administrada privada ou publicamente. O primeiro fator - o grau de concentração do mercado em que atua a firma - tem um papel significativo independente do tipo de propriedade (pública ou privada), portanto a sua influência se dá de acordo com o objetivo do governo ao privatizar; se estiver interessado precipuamente na maximização de receitas, não montará estrutura regulatória ou promoverá políticas de incentivo à competição. O segundo fator - a melhor capacidade gerencial do setor privado comparada a do setor público - tem influência clara sobre a maior avaliação da empresa por aquele, o que poderia representar, ceteris paribus, um ganho patrimonial para o governo. O terceiro fator é controverso, mas a prevalecer o argumento de ARROW & LIND (1970), o “equivalente com certeza” (certainty equivalent) do setor privado seria menor que do setor público, o que obrigaria o governo a vender a empresa ceteris paribus com alguma perda patrimonial para compensar o “prêmio de risco” que o setor privado

teria que pagar. O que se conclui da análise dos três fatores é uma ambigüidade, que não permite definir a priori quem teria $\text{PiU}(\text{FCi})$ maior se o setor público ou setor privado; isto dependeria da ponderação dos diversos elementos envolvidos.

ii) r. A taxa de desconto é basicamente função das variáveis de financiamento utilizadas por uma empresa (custo médio ponderado do capital, WACC). DAMODARAN (1997)⁹ as especifica da seguinte forma:

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

onde: k_e é o custo do patrimônio líquido; k_d é o custo das dívidas após os impostos e k_{ps} é o custo das ações preferenciais; E é o valor de mercado do patrimônio líquido; D é o valor de mercado da dívida; PS^{10} é o valor de mercado das ações preferenciais; $[E+D+PS]$ representa o valor de mercado dos componentes de financiamento da empresa. Analisemos mais de perto cada elemento.

ii.a) Custo do Patrimônio Líquido. É definido como a taxa de retorno mínima abaixo da qual os investidores não fazem o investimento. Para estimá-la, em geral, utilizam-se modelos de risco e retorno como o CAPM (Capital Asset Price Model)¹¹. Basicamente, o modelo CAPM mede o retorno esperado como função do risco, medido em termos de variância não-diversificável ($b = \text{cov}_{im} / \sigma_m^2$, onde b é o risco não diversificável, cov_{im} é a covariância entre o retorno de um ativo 'i' e o retorno de uma carteira incluindo todos os ativos negociados no mercado e σ_m^2 é a variância do retorno de uma carteira contendo todos os ativos negociados no mercado). Formalmente, o Custo do Patrimônio Líquido é assim definido :

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

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

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

ii.c) Custo das Ações Preferenciais. Ações preferenciais são aquelas sem direito a voto; elas constituem um custo para a empresa porque são necessários pagamentos de dividendos aos proprietários das mesmas. Simplificadamente¹², o seu custo é definido como o dividendo preferencial pago pela ação dividido pelo preço de mercado da ação preferencial. Outra vez é difícil definir *a priori* se o setor privado teria um custo de ações preferenciais diferente do setor público, uma vez

⁹ A análise dos determinantes da taxa de desconto seguirá, em grande parte.

¹⁰ Obviamente que quando a empresa não tiver ações no mercado, o custo das ações preferenciais não se aplica.

¹¹ Além do CAPM, existe o APM (Arbitrage Price Model) que mede o custo do patrimônio líquido a partir de vários fatores econômicos não especificados como mudanças imprevistas no PIB, na taxa de juros etc. Não é o objetivo deste trabalho explicar detalhadamente cada um desses modelos. Para uma abordagem completa ver DAMODARAN (1997); ROSS, WESTERFIELD & JAFFE (1993).

¹² Supõe-se que o dividendo é constante e que as ações preferenciais são não-conversíveis e não-resgatáveis.

que se uma empresa paga poucos dividendos, o seu valor de mercado tenderá a cair, ou seja, se o numerador da fração for continuamente baixo, o denominador tenderá a acompanhá-lo; isto vale tanto para empresas privadas quanto para empresas estatais.

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

O que se percebe da análise dos componentes determinantes do valor de uma empresa é principalmente uma ambigüidade *a priori* sobre quem avaliaria a empresa por maior valor, se o setor público ou o setor privado. Uma conclusão forte, entretanto, é que a avaliação de empresas não é algo completamente rigoroso; ao contrário, envolve muitos elementos subjetivos. Não é sem motivo que as privatizações pelo

mundo têm sido cercadas de muitas polêmicas sobre a possível subavaliação de empresas. No Brasil, também tem sido assim. Uma evidência nítida: as firmas de consultoria contratadas para avaliar as empresas a serem privatizadas têm geralmente apresentado valores de venda diferentes entre si, o governo estabelece um terceiro valor (preço mínimo) e os compradores muitas vezes pagam ágio; ou seja, há pelo menos quatro avaliações diferentes envolvidas.

Uma amostra desses fatos está em PAULA (1997). Ao analisar a privatização da siderurgia brasileira, o autor observa que houve diferenças entre os preços de venda estabelecidos pelas diferentes empresas de consultoria e o preço mínimo estabelecido pelo governo. Há ainda uma quarta, não chamada a atenção pelo autor, que é o preço efetivo de venda, cujo valor representa avaliação que o comprador fez da empresa. Como mostra a equação (2), a diferença se deve aos distintos fluxos de caixa esperados e diferentes taxas de desconto. O quadro 1 mostra as diferenças. Note-se que em todas as empresas há divergências significativas de avaliação.

Embora estas diferenças de avaliação não reflitam exatamente o fato de que o setor privado avaliaria uma empresa diferentemente do setor público,

QUADRO 1
DIFERENÇAS NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

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

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

OBS.: O Cálculo do fluxo de caixa foi feito por nós, a partir das informações de PAULA (1997)

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

4- AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS QUE TÊM APRESENTADO PREJUÍZOS¹³

Nesses casos, há duas alternativas, dependendo das perspectivas da empresa. Aquelas que enfrentam um problema transitório, ocasionado por má-administração ou por uma fase desfavorável de seu setor de atuação - mas que podem voltar a gerar lucros no futuro - podem ser avaliadas pelo modelo geral de

¹³ Segue-se, parcialmente, DAMODARAN (1997).

fluxo de caixa esperado positivo. Nessas situações, o que se faz é utilizar lucros normalizados ou médios tendo como base períodos em que os lucros eram positivos, supondo que a empresa voltará a apresentá-los no futuro. Outra alternativa é estimar fluxos de caixa para o período de transição entre a fase de prejuízos e a volta dos lucros. Aqui, uma série de suposições necessita ser feita sobre a probabilidade de recuperação financeira da empresa.

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

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

Assim, se o valor de liquidação da empresa for maior que o valor nominal da dívida, o retorno do patrimônio líquido será positivo. Uma opção de compra com um preço de exercício X sobre um ativo com valor atual Y terá retorno apenas se X for maior que Y . O corolário é que o patrimônio líquido pode ser tratado como uma opção de compra, em que sua efetivação exige a liquidação da empresa e a quitação do valor de face da dívida. DAMODARAN (1997, p. 465) explica as implicações de focalizar o patrimônio líquido como opção de compra:

“O patrimônio líquido terá valor, mesmo que o valor da empresa caia para bem abaixo do valor da dívida pendente. Tal empresa será vista por investidores, contadores e analistas como estando em dificuldades, mas isto não significa que seu patrimônio não tenha valor algum. Na realidade, da mesma forma que as opções negociadas fora do valor de mercado terão valor devido às possibilidades que o valor do ativo subjacente venha a subir além do preço do exercício durante a vida futura remanescente da opção, o patrimônio líquido terá valor devido ao prêmio de tempo sobre a opção (o tempo a decorrer até o vencimento e resgate dos bônus) e a possibilidade de que o valor dos ativos suba acima do valor de face dos bônus antes do vencimento destes.”

O governo avalia suas empresas em dificuldade seguindo a metodologia do fluxo de caixa descontado, mesmo para empresas em grande dificuldade; a diferença essencial, em geral, é que para torná-las atrativas, promove-se uma reestruturação significativa antes da venda, assumindo passivos e vendendo a empresa saneada. Esse procedimento possibilita a privatização por valores positivos, mesmo de empresas que sempre apresentaram prejuízos. O ponto básico da análise é que não existe “almoço grátis”, ou seja, empresas estatais deficitárias não serão adquiridas pelo setor privado sem uma prévia reestruturação financeira em que parte dos passivos é assumida pelo governo. A título de exemplo, o edital de concessão - implicou ainda no arrendamento e venda de bens de pequeno valor -, da Rede Ferroviária Federal, grupo historicamente deficitário e que nunca pagou dividendos à União¹⁴, explicita: “A avaliação foi desenvolvida com base no método do fluxo de caixa operacional descontado (...), não foram consideradas transferências de passivos da RFFSA para a Concessionária”.

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

¹⁴ Estas informações estão no Edital N(PND/A-03/96/RFFSA.

¹⁵ WERNECK (1987) fez um amplo levantamento da utilização das empresas estatais como instrumentos de política econômica, comprimindo tarifas, restringindo investimentos, etc.

5- EMPRESAS ESTATAIS E RETORNO DE INVESTIMENTO DO GOVERNO

A preocupação aqui é exclusivamente com o retorno do investimento, abstraindo possíveis utilizações das estatais para outros objetivos de política pública¹⁵. A análise se concentra na rentabilidade do patrimônio líquido das estatais e na distribuição de dividendos para o governo. O que se nota (QUADRO 2) é que as empresas estatais apresentaram retornos sobre o patrimônio líquido positivo na primeira metade da década de 80, e até elevados, considerando apenas os principais grupos. A partir de 1987, a rentabilidade caiu significativamente, tornando-se negativa para o conjunto do setor produtivo e bem abaixo dos índices anteriores para os maiores grupos, exceto para a Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) e Telebrás que tiveram quedas menores. Quando se comparam as rentabilidades do patrimônio líquido do setor produtivo estatal e das 500 maiores empresas

privadas do País, o resultado é pouco animador para o setor público.

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

QUADRO 2
SETOR PRODUTIVO ESTATAL vs. 500 MAIORES EMPRESAS PRIVADAS
RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO (%)
(1981/94)

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

FONTE: Sest, citado GAMBIAZI & PINHEIRO (1996); Exame (1996)

Obs.: Setor produtivo estatal exclusive instituiões financeiras; 500 Maiores empresas privadas nªo financeiras

6- DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

Quando se observa a distribuição de dividendos (QUADRO 3), que é o que efetivamente entra no caixa do governo, nota-se que eles são bem menores que os lucros das empresas no período entre 1988 e 1994. A CVRD, por exemplo, teve retorno sobre o patrimônio líquido médio de 7,6% e dividendo sobre patrimônio líquido da União médio de 1,69% no período. A comparação entre quadros (2) e (3) mostra que as empresas que permaneceram com alta rentabilidade entre o final da década de 80 e a primeira metade da década de 90, CVRD e Telebrás, tiveram um índice de retenção de lucros (lucros retidos/lucro total) elevado, ou seja, distribuíram-nos pouco. Isto sig-

nifica que são um mal investimento para o governo? Não, necessariamente.

A literatura de investimento chama empresas que distribuem a totalidade dos lucros de “vacas leiteiras”, porque elas não teriam nenhuma perspectiva de crescimento. ROSS, WESTERFIELD & JAFFE (1993, p.106) afirmam:

“..a política de distribuir a totalidade dos lucros pode não ser a melhor. Muitas empresas contam com oportunidades de investir em projetos rentáveis. Como esses projetos podem representar uma fração importante do valor da empresa, seria besteira sacrificá-los para pagar todos os lucros como divi-

dendos”. (tradução dos autores).

Entretanto, estes autores ressaltam a importância dos lucros retidos financiarem projetos com valor presente positivo. Há farta documentação na literatura de empresas com altos lucros, sem oportunidades de investimento com valor presente positivo, mas que mesmo assim distribuem poucos dividendos. Há, aqui, o “problema de agência” entre os interesses antagonísticos dos acionistas e dos administradores. Estes, em muitos casos, têm incentivo a aumentar o tamanho da empresa, realizando investimentos, porque

isto lhes traria maior poder, em vez de distribuir dividendos aos acionistas. JENSEN (1986) cita o caso da indústria petrolífera e de tabaco na década de 70, que, apesar de apresentarem altos lucros e poucas oportunidades de investimento, continuaram investindo.

Seria este o caso das estatais lucrativas brasileiras como a CVRD e a Telebrás? Aparentemente, não. A Telebrás realizou muitos investimentos porque o setor de telecomunicações passou por transformações tecnológicas profundas nos últimos anos, sendo o esforço de atualização uma necessidade para sua

QUADRO 3
DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS
DIVIDENDOS DA UNIÃO/PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA UNIÃO - 1988/94

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

FONTE: Sest, citado GIAMBIAGI & PINHEIRO (1996)

sobrevivência. Isto significa que maiores investimentos com valor presente positivo hoje podem representar maiores lucros, maior valor da empresa e maiores dividendos distribuídos no futuro. Assim, a crítica muito freqüente de que as estatais, mesmo as lucrativas, distribuem poucos dividendos para o governo nem sempre é procedente.

Os QUADROS 3 e 4 sugerem, observando o conjunto do setor produtivo estatal, que o retorno do investimento do governo foi negativo, significando, *ceteris paribus*, um mal negócio para este último. A rentabilidade média negativa entre 1981 e 1994 mostra que as estatais funcionaram como uma fonte de permanentes prejuízos. Ao se observar os maiores grupos, a conclusão torna-se, no mínimo, ambígua. A rentabilidade média do patrimônio foi um pouco abaixo das 500 maiores empresas privadas, embora tenha caído bastante nos primeiros anos da década de 90. Apesar da distribuição de dividendos dos grupos com maior rentabilidade ter sido pequena, não é possível concluir *a priori* que estes grupos são um mal negócio para o governo porque lucros são retidos para permitir o financiamento de novos investimentos. Se estes tiverem valores presentes positivos, a empresa

estaria apta a distribuir mais dividendos no futuro. A questão é saber se não estariam atuando “problemas de agência”, em que o interesse dos administradores das empresas estatais seria o de aumentar o tamanho da empresa, o que se contraporaria aos interesses do governo (o acionista) de receber dividendos.

7- PRIVATIZAÇÃO E CRISE FISCAL

A privatização tem sido apontada como uma das peças mais importantes no programa brasileiro de ajuste fiscal por conta do potencial arrecadável, o que faria diminuir sensivelmente a dívida pública e, em consequência, a carga de juros paga pelo governo. Para entender melhor a sua possível contribuição, é desejável que se trace um rápido panorama da situação fiscal recente no Brasil¹⁶.

As contas públicas brasileiras passaram por uma fase de deterioração significativa nos últimos dois

¹⁶ Tratamento abrangente deste ponto pode ser encontrado em GIAMBIAGI (1997) e em VELLOSO (1997).

anos (Quadro 4); de um superávit operacional de 1,32% do PIB em 1994 para um déficit operacional de 3,88% do PIB em dezembro de 1996, mas com melhora em 1997, 2,73% do PIB, em setembro deste ano. Em dezembro de 1994, tanto o resultado do go-

verno central (engloba Governo Federal e Banco Central) quanto das empresas estatais (federais, estaduais e municipais) era superavitário, 1,57 e 0,31% do PIB, respectivamente. Ambos tornaram-se deficitários em 1995, assim permanecendo até maio de

QUADRO 4
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO
FLUXOS DOS ÚLTIMOS 12 MESES (% PIB)

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

1997. A partir de junho deste ano, as empresas estatais tornaram-se levemente superavitárias¹⁷, atingindo superávit de 0,17% do PIB em setembro de 1997. O governo central continuou deficitário (1,54% do PIB em setembro de 97). Os governos estaduais e municipais já estavam naquele ano deficitários, 0,56% do PIB, mas num nível bem mais baixo que o atual, 1,36% do PIB.

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

1) Queda brusca da inflação, que enfraqueceu um mecanismo muito utilizado pelos governos em suas três esferas (federal, estadual e municipal), conhecido como “repressão fiscal”; na verdade, atrasos de pagamentos não-indexados, desvalorizando-os em termos reais, enquanto a maior parte das receitas públicas estavam pelo menos parcialmente

indexadas. Além disso, os salários dos servidores públicos eram rapidamente corroídos.

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

¹⁷ O superávit das empresas estatais é, em grande parte, consequência do processo de privatização. Este retira as estatais deficitárias do cômputo das necessidades de financiamento do conjunto das empresas estatais e induz à reestruturação financeira das empresas que permanecem públicas preparando-as para futura privatização.

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

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

Em 1997, as contas públicas melhoraram sensivelmente em relação a 1996 (QUADRO 4). Na esfera do Governo Federal, o aumento das receitas proporcionado pela Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira-CPMF (6% das receitas federais este ano), com vigência assegurada até janeiro de 1999 e pelas receitas de concessão (1,8% da arrecadação federal em 1997), ambas inexistentes no ano anterior e o controle dos gastos, principalmente com pessoal, explicam esta melhora. Nas esferas estadual e municipal, um esforço de ajuste fiscal está em curso, em parte provocado pela imposição de controle de gastos feito pelo Governo Federal no bojo do processo de renegociação das dívidas estaduais. No âmbito das estatais, o processo de privatização tem contribu-

ído para reestruturar as empresas, além do efeito de direto que é a retirada das empresas vendidas do cômputo das Necessidades de Financiamento das Empresas Estatais (NFEE).

A tendência de comportamento das contas públicas nos próximos anos ainda não está claramente indicada. A crise no mercado internacional gerada a partir dos ataques especulativos a países do sudeste asiático forçou o governo brasileiro a aumentar significativamente a taxa básica de juros internos para evitar fuga de capitais sem ter de desvalorizar a taxa de câmbio. O efeito colateral foi a expansão do pagamento de juros por parte do governo. O tempo de duração da crise financeira internacional vai dar maior ou menor grau de liberdade ao BACEN de reduzir as taxas de juros (o que, em todo caso, deve ocorrer de forma gradual). Para contrabalançar o impacto negativo, o Governo Federal anunciou uma série de medidas¹⁸ a fim de melhorar o resultado primário consolidado (IPEA, 1997) (têm impacto principal sobre o Governo Federal, mas algumas repercutem sobre estados e municípios e empresas estatais).

O resultado líquido é indeterminado porque vai depender do patamar das taxas de juros, de sua trajetória de redução e do efeito das medidas sobre o primário (a arrecadação é função do nível de atividade econômica, tendo tanto o aumento das taxas de juros, quanto as medidas no lado fiscal impacto negativo sobre o crescimento da economia). Em todo caso, as primeiras estimativas apontam um superávit primário em 1998, superior ao de 1997 em razão da ampliação esperada das receitas de concessão, além, obviamente, dos efeitos das medidas de ajuste fiscal (IPEA, 1997). Para 1999, o problema é o fim da vigência da CPMF; caso não se encontrem alternativas para prolongá-la ou fonte de receitas substitutas o resultado primário deve ser afetado negativamente a partir daquele ano.

O componente que se quer isolar neste trabalho é

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

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

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

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

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

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

r = taxa de juros nominal média sobre a dívida

c = taxa de juros real média sobre a dívida

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

a contribuição da privatização para o ajuste fiscal, particularmente sobre a dinâmica da dívida e das Necessidades de Financiamento do Setor Público como proporção do PIB. Como explicado anteriormente, as receitas de privatização funcionam como um ajuste patrimonial, diminuindo a dívida líquida e, conseqüentemente, o pagamento de juros.

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

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

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

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

Não é trivial saber quanto o governo pode arrecadar com as privatizações por várias razões (GIAMBIAGI & PINHEIRO, 1996):

- 1) as empresas são vendidas pelo seu valor econômico que é igual, como mencionado anteriormente, ao valor presente do fluxo de rendimentos da empresa; o problema é que tal valor é calculado caso a caso no momento de preparação para a venda, não estando disponí-

vel *a priori*;

- 2) nem todas as empresas do governo estão no cronograma de privatizações nos próximos anos, caso da Petrobrás e das empresas financeiras como Banco do Brasil, Banco do Nordeste e BNDES. Felizmente, o BNDES tem uma estimativa para o potencial arrecadável, que, diante das dificuldades apontadas, não significa que seja perfeita, mas como esta instituição adquiriu considerável *know how* no assunto pela sua gestão do Programa Nacional de Desestatização desde o seu início, vai-se utilizar o seu número.

QUADRO 5
POTENCIAL ARRECADÁVEL COM AS
PRIVATIZAÇÕES 1997/2000
VALOR US\$ BILHÕES

Eletricidades estaduais	30,70
Embratel	6,00
Eletrorodovias	3,00
Banda B	6,00
Furnas	6,50
Telebrás	17,00
Chesf	8,30
Eletronorte	7,00
Fepasa	2,10
RFFSA (Malha Nordeste)	0,01
Sobras da Escelsa	0,09
Particip. minoritária na Petrobrás	5,00
Sobras da CVRD	2,00
Sobras da Light	1,60

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

Para avaliar a importância destas receitas sobre a dinâmica da dívida pública, construíram-se dois cenários (utilizando o modelo acima) a fim de testar a sensibilidade da dívida diante das mesmas. Como hipóteses gerais¹⁹, admitiu-se uma taxa de inflação de 6% em 1997 e 4% de 1998 a 2000, taxa de crescimento do PIB de 3,5%, 2%, 3% e 3,5% em 1997, 1998, 1999 e 2000, respectivamente; superávit primário de 0,6%,

¹⁹ Tais hipóteses refletem o aumento das taxas de juros provocado pela crise asiática e o efeito das medidas de ajuste fiscal anunciadas pelo governo em outubro de 1997. São compatíveis com os cenários traçados pelo mercado; vide os diversos boletins publicados por várias empresas de consultoria macroeconômica (Rosenberg & Associados, Macrométrica, etc) e por institutos de pesquisa ligados ao governo (IPEA, 1997).

2%, 1,8%, 1,4% do PIB, em 1997, 1998, 1999 e 2000, respectivamente; taxa de juros real sobre a dívida líquida do setor público de 12,7% e nominal de 17,2% em 1997, de 20% nominal e 15,4% real em 1998, de 16,2% nominal e 11,7% real em 1999 e de 16,2% nominal e 11,7% real em 2000²⁰. Ajuste patrimonial, exclusive receitas de privatização, de R\$ 2 bilhões por ano de 1997 a 2000.

No cenário 1, o governo privatiza o montante e com o cronograma acima especificado. O que se observa é que a dívida líquida do setor público como proporção do PIB cai de 34,4% em dezembro de 1996 para 30,71% em 2000. Além da redução do estoque, o comportamento se deve à diminuição do dé-

ficit nominal, causado pela redução do pagamento de juros nominais em decorrência do abatimento de dívidas favorecido pela privatização (QUADRO 6).

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

Comparando os dois cenários, percebe-se a significativa contribuição da privatização para a dinâmica da relação dívida/PIB: a sua presença ou não implica em uma mudança de mais de 10% do PIB no ano

QUADRO 6
DINÂMICA DA DÍVIDA LÍQUIDA, NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO E PAGAMENTO
DE JUROS PELO SETOR PÚBLICO COM E SEM PRIVATIZAÇÃO (1997/L2000)

	1996	1997	1998	1999	2000
					% do PIB
Cenário 1 (95,3 bilhões de privatização entre 1997 e 2000)					
Dívida líquida do setor público	34,40	33,12	33,16	31,71	30,71
NFSP nominal	6,07	4,79	4,24	3,21	3,37
Juros nominais	5,98	5,39	6,24	5,01	4,77
NFSP operacional	3,87	3,61	3,10	1,91	2,19
Juros reais	3,78	4,21	5,10	3,71	3,59
Cenário 2 (sem privatização)					
Dívida líquida do setor público	34,40	35,68	38,58	40,26	42,25
NFSP nominal	6,07	4,79	4,73	4,04	4,66
Juros nominais	5,98	5,39	6,73	5,84	6,06
NFSP operacional	3,87	3,93	3,93	2,91	3,54
Juros reais	3,78	4,53	5,93	4,71	4,94
FONTE: para 1996, BACEN. Demais anos, estimativas do autor.					
Hipóteses comuns aos dois cenários:					
NFSP primário (% do PIB):	-0,6 em 1997; -2,0% em 1998; -1,80% em 1999; -1,4% em 2000.				
Taxa de juros nominal:	17,2% em 1997; 20% em 1998; 16,2% em 1999; 16,2% em 2000.				
Taxa de juros real:	12,7% em 1997; 15,4% em 1998; 11,7% em 1999; 11,7% em 2000.				
Tx. de crescimento do PIB:	3,5% em 1997; 2% em 1998; 3% em 1999; 3,5% em 2000.				
Tx. de inflação:	6% em 1997 e 4% de 1998 a 2000.				
Obs.: As taxas de juros aqui utilizadas incidem sobre a dívida total, inclusive a dívida onerosa, por isso são mais baixas que a taxa de juros incidente sobre a dívida mobiliária (a hipótese por traço que a composição da dívida entre onerosa e não onerosa permanece constante entre 1997 e 2000).					

²⁰ Esta é uma média ponderada da taxa nominal de juros que incide sobre a dívida líquida total do setor público, incluindo até a dívida não onerosa (base monetária). Note-se que o procedimento aqui adotado é diferente da maioria dos autores que desagrega a dívida pública e adota taxas de juros diferentes para cada uma. Para os propósitos do presente trabalho, tal desagregação não é necessária.

2000 (30,71% com privatização e 42,25% sem privatização). O QUADRO 6 mostra os resultados alcançados nos dois cenários a partir do modelo especificado e das hipóteses comuns anteriormente mencionadas.

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

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

8 - A VELOCIDADE DA PRIVATIZAÇÃO FAZ ALGUMA DIFERENÇA?

.....

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

Para analisar a importância da velocidade da privatização no ajuste fiscal, LARRAÍN & WINOGRAD (1996)²¹ comparam as experiências argentina e chilena; enquanto que a privatização rápida e em larga escala na primeira teve um forte impacto positivo sobre as finanças públicas; na segunda,

a privatização gradual e precedida de reestruturação das empresas teve impacto fiscal muito pequeno.

A Argentina passava, até o início dos anos 90, por um processo de grande desordem econômica, com hiperinflação, desindustrialização, finanças públicas deterioradas, o que provocava um crescimento contínuo da dívida pública. As empresas estatais eram mal administradas, em razão da grande influência dos sindicatos de trabalhadores, de políticos e de grupos empresariais privados na sua administração; o que implicava em elevada corrupção, resultando em um fluxo contínuo de prejuízos. Em suma, as empresas públicas argentinas eram vítimas de comportamento do tipo rent-seeking. Em 1991, o governo anunciou um programa de estabilização econômica que incluía a conversibilidade da moeda argentina ao dólar americano, taxa de câmbio fixa, um sistema de dupla moeda como meio de pagamento (dólar e peso), proibição de indexação de contratos e restrições ao financiamento do déficit via emissão de moeda; a privatização tinha o papel de financiar temporariamente o déficit e diminuir o endividamento público. A opção pela privatização rápida e em massa foi uma escolha clara do governo pela maximização das receitas de venda em detrimento de considerações sobre eficiência alocativa. Assim, o governo privatizou monopólios sem maiores preocupações com a regulação, porque avaliou que naquele momento o problema mais grave a resolver era macroeconômico, notadamente nas finanças públicas e no balanço de pagamentos. A privatização desempenhou ainda o papel de sinalizador para o mercado de que o governo de fato estava comprometido com profundas reformas econômicas. Além disso, o abatimento de dívida externa permitiu que a taxa de juros cobrada ao País caísse (60% das receitas de privatização tiveram origem externa). Uma evidência da restauração da credibilidade argentina foi a redução do prêmio de risco-país de 15% em 1990, para 4% em julho de 1993, mês em que o governo privatizou sua companhia de petróleo, YPF.

Os números do programa argentino são eloquentes: em 1989, havia 92 empresas públicas, cujas receitas, despesas, prejuízos e transferências de recursos do Tesouro corresponderam naquele ano, a 15,3%, 20,8%, 5,5% e 1,4% do PIB do País, respectivamente. Em 1994, restavam apenas 8 empresas públicas; das demais, 25 haviam sido vendidas, 12 concedidas, 18 liquidadas, 3 transferidas para províncias e municípios e 25 estavam em processo de privatização. Considerados os títulos da dívida externa - aceitos como moedas de privatização - pelos valores nominais, arrecadaram-se 22,9 bilhões de dóla-

²¹ Esta seção será baseada nesse trabalho.

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

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

Seguindo ainda LARRAIN & WINOGRAD (1996) no Chile, a privatização teve características completamente distintas do caso argentino. O processo durou pelo menos 15 anos, passando por várias fases durante esse período. A primeira foi logo após o golpe de estado que derrubou o governo socialista de Salvador Allende. O traço marcante foi a volta para o setor privado de empresas que haviam sido nacionalizadas durante o governo socialista (1970-73). A segunda fase inicia-se em 1975 e vai até 1979; obteve-se 1,16% do PIB de receitas de privatização em média por ano durante o período. A principal característica foi a baixa preocupação com a eficiência alocativa: grupos privados com influência no governo adquiriram empresas estatais do setor industrial e bancário, sem maiores preocupações do governo com a regulação.

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

são do País. Em contrapartida, o governo adquiriu status de proprietário dos bancos e empresas que ajudou.

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

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

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

9 - CONCLUSÃO

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

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

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

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

AGRADECIMENTOS

Os autores agradecem à Ana Maria Fontenele (UFC) e a Francisco Pereira (IPEA) pelos comentários e observações, deixando claro, no entanto, que assumem total responsabilidade pelo conteúdo do referido trabalho.

ABSTRACT :

.....

This article analyses the impact of the privatization on the Brazilian public accounts by three distinct angles: First, it verifies the intertemporal impact on the necessities of financing of the Public Sector: Second, it observes if there are reasons to profit or loss patrimonial primely with the sale of state enterprises and for the third, it places the paper of the privatization incomes to guarantee the transition between the actual situation of fiscal difficulties and a situation of equilibrium in the public accounts when, the structural reforms in motion in the public finances are occasionning effects.

KEY WORDS :

Privatization; Public Accounts.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

-
- ARROW, K. J., LIND, R. C. Uncertainty and the evaluation of public investment decisions. *American Economic Review*. v. 60, n. 3, jun. 1970.
- BÖS, D. *Privatization: a theoretical treatment*. Oxford: Claredon Press. 1991.
- BUITER, W. H. *A guide to public sector debt and deficit*. Economic Policy, 1985.
- DAMODARAN, A. *Avaliação de investimentos*. Quality Mark. 1997.
- GIAMBIAGI, F., PINHEIRO, A. C. Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre a privatização no Brasil. BNDES. 1996. (Texto para Discussão, 34)
- GIAMBIAGI, F. O ajuste fiscal de 1999/2000. Agosto de 1997.(Mimeog.)
- IPEA Boletim de Finanças Públicas, v. 1, n.1, 1997.
- JENSEN, W.A. Agency costs of free cashflow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, v.76, p.323-329, 1986.

- KAY, J., THOMPSON, D. Privatization: a policy in search of a rationale. *Economic Journal*, v. 96, p. 18-38, 1986.
- LARRAIN, G. WINOGRAD, C. D., "Privatization massive, finances publiques et macroéconomie: le cas de l'Argentine e du Chili." *Revue économique*. v. 46, n. 6, 1996
- MANSOOR, A. In: BLEJER, M. I., KE-YOUNG, Chu. IMF, Occasional paper 59 June de 1988.
- MAS-COLELL, A., WHINSTON, M. D., GREEN, J. R. *Microeconomic Theory*. Oxford University Press. 1995.
- MELLO, M. F. "Impactos fiscais da privatização". *Anais da Anpec*. 1994
- PAULA, G. M. Avaliação do processo de privatização da siderurgia brasileira. *Revista de Economia Política*, v.117, n. 2 (66). 1997.
- LIMA, E.P. Privatização e desempenho econômico: teoria e evidência empírica. IPEA: Brasília, 1997. (Texto para Discussão, 532)
- ROSS, S., WESTERFIELD, R. W., JAFFE, J. F. *Corporate finance*. 1993.
- SHAPIRO, C., WILLIG, R. Economic rationales for the scope of privatization. *Olin Program Discussion Paper 41*, Woodrow Wilson School, Princeton University, 1990.
- SPE/MF-Secretaria de Política Econômica, Programa Nacional de Desestatização-principais eventos de 1996 e agenda para 1997, mimeo, Brasília, 1997.
- SPRAOS, J. "Um passeio teórico pelas privatizações com ilustrações européias". In: ZINI, A. *O Mercado e o Estado no desenvolvimento dos anos 90*. IPEA. 1992.
- STIGLITZ, J. E. *The economics of public sector*. 2a. edição. W.W. Norton. 1988.
- _____. *On the economic role of the state* Basil Blackwell. 1990.
- VELLOSO, R. *Déficit Federal: evolução recente e perspectivas*. Mimeo. 1997.
- _____. *Como acelerar o ajuste fiscal*. Trabalho apresentado no IX Fórum Nacional. INAE. 1997.
- VICKERS, J. & YARROW, G. "Privatisation: an economic analysis." *The Mit Press*. 1988.
- _____. "Economic perspectives on privatization". *Journal of Economic Perspectives* 5, p. 111-32, Spring 1991.
- WERNECK, R. & BEVILÁQUA, A. *Fiscal Policy sustainability in Brazil*. Mimeo. 1997
- WERNECK, R.L.F, *Empresas estatais e política macroeconômica*. Ed.Campus. 1987.
- _____. *Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil*. Texto para discussão. PUC-RJ, 1989.
- YARROW, G. "Does ownership matter?" In *Privatisation and competition: a market prospectus*. Edited by Cento Veljanovski. Institute of economic affairs. 1989.