

# Privatização e ajuste fiscal no Brasil\*

MARINA FIGUEIRA DE MELLO\*\*

*O objetivo do artigo é identificar qual a contribuição que o programa de privatização pode dar no sentido de amenizar o ajuste fiscal requerido pela economia brasileira. A partir de uma estimativa do valor do patrimônio do governo federal investido em empresas estatais, procura-se identificar o provável impacto de sua alienação sobre as contas do Tesouro Nacional, a principal conclusão do trabalho é que a contribuição que o programa de privatização pode dar para o ajuste fiscal não é grande. A privatização, sozinha, não poderia substituí-lo nem amenizá-lo de forma significativa. As principais vantagens do programa devem ser buscadas na esfera da microeconomia, no aperfeiçoamento do padrão de eficiência e do grau de competitividade da economia brasileira.*

## 1 - Introdução

O desespero diante da dificuldade de fazer baixar efetivamente a inflação fez com que muitos planos de estabilização imaginosos e originais fossem tentados no Brasil. Entretanto, com o passar dos planos, foi se formando um consenso bastante generalizado de que sem ajuste fiscal a inflação não cederia.

Esse inadiável ajuste vem sendo sucessivamente postergado por obstáculos de natureza política. Na realidade, é muito pequeno o espaço para cortes adicionais de despesas por parte do governo. Em 1992, 36% das despesas efetuadas foram transferências para estados, municípios e previdência social (em conformidade com a legislação em vigor), 32% constituíram gastos com pessoal e encargos sociais e 17% referiam-se ao pagamento de encargos da dívida. Portanto, uma parte muito pequena, aproximadamente 15%, esteve disponível para todos os outros custeios não-pessoais, inclusive gastos de investimento [Bacen (1992)].

A incompressibilidade das despesas fez com que as atenções se voltassem para o aumento da receita do governo. As propostas nesse sentido vêm enfrentando grande resistência política não apenas pelas razões habituais, mas também por causa da recessão. Recentemente, a implementação do IPMF, o novo imposto sobre movimentação financeira, teve sua discussão arrastada por um período excessivamente

---

\* A autora agradece aos alunos Delano Octávio Jorge Franco e Gustavo Borges Rangel, pelo competente trabalho de assistência à pesquisa, e também a Rogério Werneck, pelas sugestões e comentários.

\*\* Do Departamento de Economia da PUC/RJ.

longo e, finalmente, depois de implementado, vem produzindo receitas que não serão suficientes para trazer alívio relevante às finanças do governo.

Como conseqüência dessa inflexibilidade, a redução da dívida e do déficit público consolidado tem sido muito difícil. O total da dívida pública brasileira atingiu US\$ 149,4 bilhões em novembro de 1993, o que representava 33,3% do PIB. A redução obtida em relação a dezembro de 1992, quando a dívida era de 39,7% do PIB, deveu-se basicamente à redução da dívida externa. No período janeiro/novembro de 1993, o déficit público nominal, medido pelas Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSPs), alcançou 51,1% do PIB,<sup>1</sup> refletindo principalmente o enorme descontrole inflacionário do período e causando, por sua vez, descontrole inflacionário, já que parte desse déficit não pôde ser adequadamente financiada. Como uma das formas de minorar o potencial impacto do déficit sobre a taxa de inflação, o governo vem adotando um regime de administração de caixa baseado no atraso da liberação de verbas, beneficiando-se, dessa maneira, da redução do valor real dos desembolsos efetuados.<sup>2</sup>

Esse expediente, que visa minorar os déficits de caixa, cria uma parceria indesejável entre o governo e a inflação porque, quanto maior esta, menor será o prazo necessário no atraso das liberações. Ele tem também a desvantagem de distorcer completamente a execução do Orçamento da União, permitindo que a alocação final de recursos tenha um padrão muito diferente daquele que foi aprovado pelo Congresso.

Torna-se cada vez mais claro que o ajuste do desequilíbrio fiscal brasileiro só poderá ser enfrentado com sucesso se forem abertas muitas frentes de combate. Há que existir um permanente esforço do governo no sentido da implementação de medidas como: renegociação e alongamento do perfil das dívidas interna e externa; transferência para os governos subnacionais de alguns dos atuais encargos do governo federal; renegociação das dívidas dos estados e municípios para com o governo federal; controle coordenado das empresas estatais, inclusive as do setor financeiro e bancos estaduais; combate à sonegação; desarticulação dos mecanismos sem transparência de financiamento de despesas; reforma da previdência social; aumento de impostos; redução do gasto; privatização; e assim por diante. Cada uma dessas medidas demandará um alto grau de consenso do sistema político, e muitas dependem da reconstrução e reaparelhamento do Estado, como o combate à sonegação, por exemplo.

O objetivo deste trabalho é identificar qual a contribuição que o programa de privatização pode dar para amenizar o tamanho do ajuste fiscal requerido. Na próxima seção, apresenta-se uma breve análise da relação entre privatização e déficit público. Em seguida, na terceira seção, é feita uma estimativa do valor do patrimônio de propriedade do governo investido no setor produtivo estatal. Na quarta seção,

---

1 Dívida total inclusive governos subnacionais e empresas estatais [Bacen (1993b)].

2 A inflação alta não tem tido o mesmo efeito depressivo sobre o valor real das receitas porque estas são indexadas.

procura-se avaliar os ganhos ou perdas patrimoniais derivados do programa de privatização brasileiro desde seu início em 1981 até março de 1994, quando um total de 63 empresas foi privatizado. As principais conclusões a respeito do possível impacto da privatização sobre as finanças públicas são apresentadas no final do trabalho.

## 2 - Privatização e déficit público

Existe uma percepção equivocada, bastante generalizada, de que a privatização pode reduzir o déficit público. Isto se deve à medição das NFSPs de forma errônea, somando-se as receitas do programa de privatização às receitas correntes do ano.

As NFSPs são computadas somando-se todas as receitas do governo e deduzindo-se todas as suas despesas. O excesso de despesas sobre o total das receitas é que deve ser financiado pelo setor privado e, por isso mesmo, chama-se “necessidades de financiamento”. Se as receitas de um programa de privatização são somadas às receitas correntes do ano, diminuem as necessidades de financiamento naquele ano.

Mas uma despesa de investimento significa adquirir o direito ao fluxo de renda futura que o bem de capital for capaz de gerar, assim como a venda de um ativo significa abrir mão desse mesmo fluxo. Portanto, uma operação de privatização envolvendo uma empresa lucrativa tem efeitos não apenas no ano presente, quando reduz as NFSPs, mas também sobre o futuro, quando o Estado não poderá mais contar com o fluxo de dividendos que costumava receber da empresa que foi privatizada. Nesse caso, a redução do déficit no ano da privatização será feita à custa de déficits maiores no futuro.

O mesmo não acontece com as despesas de custeio, ou seja, com gastos e receitas correntes. Quando os gastos de custeio do governo excedem sua renda corrente, a eliminação do déficit passa, necessariamente, ou pela redução dos gastos correntes ou pelo aumento da receita corrente, ou ambos. Portanto, uma outra medida do déficit, como, por exemplo, o Déficit Corrente do Governo (DCG), não é afetada por variações das contas de capital.

Se não juntarmos num mesmo agregado as contas de custeio e de capital, fica muito mais fácil compreender que a contribuição que a privatização pode dar à eliminação do déficit público é marginal. Na medida em que a venda de ações de empresas estatais significa uma mera transferência de fundos entre duas contas do ativo do governo (“caixa” e “ações de empresas estatais”), a privatização não altera o patrimônio líquido do governo nem seu déficit corrente. Por isso é possível dizer que a privatização é um método de financiar o déficit do governo, mas não uma maneira de eliminá-lo [Werneck (1989)].

Como dissemos, o impacto fiscal da privatização não pode ser analisado num único ano. Trata-se de uma comparação entre fluxos futuros de receita e despesa. Se a privatização não alterar o patrimônio líquido do governo, ela não terá qualquer impacto fiscal.

A diminuição das receitas futuras do governo, inerentes à venda de bens de capital, chama a atenção para a importância da utilização que vai ser dada às receitas do programa de privatização. Se estas não forem utilizadas ou para adquirir o direito a um outro fluxo semelhante de receitas futuras ou para cancelar um fluxo futuro de dispêndios de valor presente aproximado, o impacto fiscal da privatização vai ser no sentido de aumentar o déficit futuro.

Se, por exemplo, as receitas do programa forem utilizadas para o financiamento de gastos correntes, a capacidade de poupança futura do governo será deprimida, já que ficarão sem cobertura aquelas despesas que o governo costumava financiar, implícita ou explicitamente, com as receitas e dividendos da empresa lucrativa que foi privatizada. Se as receitas das vendas forem utilizadas no pagamento de dívidas do setor público de valor presente semelhante, o impacto será neutro. Se, por outro lado, o governo utilizar a receita da venda para nova inversão e se esta tiver uma rentabilidade igual à antiga, o impacto fiscal será neutro. Porém, se esta receita tiver uma rentabilidade menor que a antiga, o impacto fiscal será negativo e, caso contrário, positivo.

Como dissemos, se a receita da privatização for utilizada para cobertura de gastos correntes, a privatização certamente aumentará o déficit no futuro. Somando-se as receitas da privatização às receitas correntes, porém, cria-se uma ilusão de ajuste fiscal.

Alterações de patrimônio líquido que têm impacto fiscal podem acontecer se o preço de venda for tal que acarrete ganhos ou perdas patrimoniais para o Estado, alterando a capacidade do governo de obter renda futura através da exploração econômica de seu patrimônio. Se o setor público vender seus ativos pelo *valor econômico*, isto é, pelo valor presente do fluxo de rendas futuras que o ativo seria capaz de gerar caso permanecesse nas mãos do Estado, essa venda não acarretará mudanças no patrimônio líquido do governo e não terá impacto fiscal. Sempre que a venda se fizer por um valor diferente do valor econômico, o Estado incorre em perda ou ganho patrimonial [Marcel (1989)].

É importante ressaltar que o fluxo de caixa que deve ser descontado para cálculo do valor econômico é aquele que a empresa renderia caso permanecesse dentro do setor público. É desse fluxo de caixa que o governo abre mão se fizer a venda hoje, e não de um outro fluxo qualquer que a empresa poderia gerar, se recebesse maiores investimentos ou se sofresse reformulações, como a aquisição de uma nova tecnologia, por exemplo.

Caso o setor privado considere que os rendimentos da empresa podem ser muito melhorados através de investimentos e reformulações, essa crença se refletirá nos preços que estiver disposto a pagar pela empresa e, nesse caso, o governo pode obter um ganho patrimonial com a venda. Essas variações no valor do patrimônio, além de certamente terem implicações sobre a capacidade do governo no sentido de auferir renda no futuro, também têm, conseqüentemente, impacto fiscal: positivo, se a empresa for vendida por um valor maior do que o econômico, ou negativo, caso contrário.

Há várias razões — inclusive de natureza política — pelas quais o Estado pode vir a se desfazer das empresas por um preço diferente do valor econômico. A avaliação das empresas pelo valor econômico, embora considerada a melhor técnica, não é a única nem a melhor em qualquer circunstância.

Uma empresa pode ser avaliada também, por exemplo, pelo seu *valor patrimonial*, que corresponde ao seu patrimônio contábil. Num dado momento do tempo, esse patrimônio será a capitalização dos resultados dos anos anteriores, menos a depreciação do capital instalado e mais a reavaliação do ativo fixo. Como se trata de um valor contábil, esse sistema de avaliação pode causar muitos embaraços às empresas estatais, na medida em que desnuda a qualidade dos investimentos nelas realizados pelo poder público. São comuns, em se tratando de empresas estatais, investimentos errados, orientados por critérios de natureza política, freqüentemente inspirados em questões alegadamente distributivas, cujo retorno é incompatível com o montante investido e cujo valor não pode ser recuperado. Nesse caso, o valor patrimonial seria superior ao econômico.

Uma empresa pode ser avaliada também de acordo com seu *valor de liquidação*, ou seja, aquele que seria possível apurar caso a firma fosse liquidada e seus ativos postos à venda. É possível que a liquidação da empresa produza receitas superiores ao valor patrimonial, devido a imperfeições de práticas contábeis. A liquidação é uma alternativa à privatização sempre que o valor que for possível apurar com a venda dos ativos da empresa desfeita for maior do que o valor de venda da empresa em operação.

A avaliação da empresa com base no *valor de mercado*, que pode divergir tanto do valor econômico quanto do valor patrimonial, consiste em apurar o valor pelo qual suas ações são transacionadas no mercado. A confiabilidade dessa estimativa depende da existência de um mercado financeiro desenvolvido e eficiente. Numa conjuntura de crise econômica, o valor de mercado, ou seja, o preço possível de venda, pode ficar abaixo do valor econômico, dependendo ainda do tamanho do lote que está sendo negociado *vis-à-vis* o tamanho do mercado e do fato de o lote conter ou não o controle acionário.

Se as empresas são avaliadas por seu valor econômico, naquelas realmente deficitárias o valor presente do fluxo de caixa futuro é negativo, e elas simplesmente não podem ser vendidas por um preço positivo. A venda só ocorrerá se eventuais compradores vislumbrarem oportunidades de negócios ou reformas que, depois da aquisição, lhes permitam mudar a lucratividade do negócio. De outro modo, não se podendo vender a empresa por um preço positivo, não se poderá transferir ao setor privado a responsabilidade pelos prejuízos que a empresa estiver fadada a causar.

Coloca-se, então, a questão da realidade dos preços praticados pelas empresas estatais. A avaliação que o setor privado faz dessas empresas depende fundamentalmente da política de preços que vigorará no futuro. Caso os preços de uma empresa estatal estejam reconhecidamente baixos, convém ao setor público promover o realinhamento antes da privatização, não só porque tal medida valorizaria o patrimônio público, como porque promoveria a indispensável transparência das oportunidades de negócios.

Essa transparência depende do conhecimento prévio do aparato regulatório a ser utilizado na indústria que vai ser privatizada. O desconhecimento das futuras regras de regulação ou o anúncio de regras ambíguas restringirá o número de candidatos à compra, favorecendo aqueles que acreditarem na sua capacidade de influenciar politicamente as regras que virão a ser implementadas no futuro [Serra e Bitrán (1993)].

No que diz respeito aos aspectos políticos do programa, a venda por preços inferiores ao valor econômico pode ser induzida pelo medo de que a privatização venha a ser um fracasso. As vendas a preços baixos permitiriam ganhos no curto prazo para os compradores.<sup>3</sup> Também ações podem ser vendidas com descontos, com o objetivo de reduzir a resistência política por parte dos grupos beneficiados pelo desconto. Quase todos os programas de privatização realizados até hoje em diversos países incluíram a venda de ações aos gerentes e empregados, a preços propositalmente baixos, com o objetivo de quebrar a resistência política desses grupos. Por outro lado, o medo de promover uma doação implícita ao setor privado, através da venda a preços abaixo do mercado, pode levar à fixação de preços muito altos, afugentando eventuais compradores.<sup>4</sup>

Algumas vezes a pequenez do número de interessados pode ser utilizada como arma política para obtenção de descontos e outras vantagens por parte do governo. Essa situação pode ocorrer quando há restrições à participação de eventuais concorrentes no leilão, como os estrangeiros, por exemplo, ou quando a estrutura oligopolizada do mercado não permite a entrada de novos competidores.<sup>5</sup>

Resumidamente, vimos que a privatização só terá impacto sobre o déficit se ocorrerem ganhos ou perdas patrimoniais por ocasião das vendas, definidas como desvios em relação ao valor econômico.

---

<sup>3</sup> Problemas desse tipo são descritos na experiência inglesa, particularmente na tentativa de democratização do capital de empresas do setor elétrico e também na experiência chilena depois de 1964.

<sup>4</sup> Aparentemente, foi esse o caso da Cia. de Ferro e Aço de Vitória (Cofavi), em setembro de 1988, e da Cia. Brasileira de Cobre (CBC), em outubro de 1988, em cujos leilões não se apresentaram quaisquer compradores, sob a alegação de que o preço estava muito alto.

<sup>5</sup> A reincorporação à Petrobrás da fornecedora de matéria-prima para o setor de fertilizantes, Nitrofértil, e o anúncio da política de preços da nafta antes da venda da PQU foram resultado de pressões políticas do tipo descrito.

### **3 - Estimativa do valor do patrimônio do governo federal no setor produtivo estatal**

#### **3.1 - O ambiente institucional**

O programa de privatização brasileiro vem inequivocamente caminhando a passo mais lento do que em outros países e enfrentando grande resistência política. Mas a principal razão para sua lenta implementação reside na complexidade do setor público. Se alguém houvesse tido a intenção de construir um setor público cuja desmobilização fosse muito difícil, certamente não teria conseguido conceber um projeto muito melhor do que o efetivamente implantado no Brasil.

O Estado, principalmente depois de 1964, cresceu “para fora” do setor público propriamente dito. Uma reforma administrativa implantada em 1967 criou a base legal necessária para que a atividade estatal crescesse dentro de unidades independentes — no âmbito da chamada “administração indireta” — que poderiam tomar formas jurídicas distintas, dependendo da estrutura de sua propriedade e do seu grau de autonomia financeira. Basicamente, a administração indireta brasileira é constituída de autarquias, empresas públicas, fundações e sociedades de economia mista.

Os grandes grupos estatais foram construídos a partir de controladoras setoriais — as sociedades de economia mista —, como são os casos, por exemplo, da Petrobrás, Eletrobrás, CVRD e Telebrás, entre outras, empresas que são sociedades anônimas, de direito privado, freqüentemente com ações negociadas em bolsa e cujo controle acionário é detido pelo Tesouro Nacional. Essas grandes controladoras exercem o domínio, ou mesmo uma simples participação acionária, em outras empresas que lhes são subsidiárias ou coligadas.

Se a privatização brasileira visasse ao levantamento de fundos para o Tesouro de uma forma direta, teríamos que vender a participação do Tesouro nas grandes controladoras setoriais: Petrobrás, Eletrobrás, CVRD e Telebrás. Esse curso de ação significaria vender ao mesmo tempo, para um único novo controlador, a propriedade de todas as empresas de cada um desses gigantescos grupos econômicos. Obviamente, esta estratégia não é defendida por muitos porque leva a uma piora no padrão de eficiência alocativa da economia. Acresça-se a esse grande inconveniente o fato de que, no caso de pelo menos dois grupos (Telebrás e Petrobrás), a proteção constitucional impediria sua venda em bloco.

Assim, a privatização brasileira vem sendo feita com a venda de empresas separadamente. Ocorre que, nas diversas empresas que compõem os grandes grupos econômicos estatais, o Estado associou-se de diversas maneiras ao capital privado, detendo em muitos empreendimentos o controle acionário das empresas e deixando o setor privado com participações minoritárias. Mas esta não chegou a ser uma regra geral. O Estado deteve participações não-controladoras e até mesmo minoritárias em algumas empresas. Fazia parte da política do Banco Nacional de Desenvolvi-

to Econômico e Social (BNDES), por exemplo, adquirir participações minoritárias em empresas privadas como uma forma de conceder financiamento a seu desenvolvimento.

O Estado associou-se também, em algumas dessas empresas, ao capital estrangeiro, tendo concebido determinados projetos na forma de *joint ventures*, das quais também participavam empresários privados nacionais no chamado modelo tripartite.

A multiplicidade de sócios do Tesouro ocorreu não apenas nas sociedades anônimas, com parceiros no setor privado nacional e estrangeiro, mas também na quase totalidade das estatais, nas quais diversos órgãos governamentais, freqüentemente de diferentes esferas de governo, participam de sociedades cujos direitos de propriedade foram divididos de forma imbricada.

Por isso, as tentativas de privatização no Brasil, diferentemente do que ocorreu em outros países da América Latina, são precedidas de inúmeras disputas, inclusive na esfera judicial, pois sempre há a dirimir um sem-número de questões envolvendo direitos de propriedade. É importante notar que essas disputas não têm ficado restritas às questões societárias, envolvendo também outras esferas de governo e outros grupos da sociedade civil, como partidos políticos, sindicatos e organismos de preservação ambiental.

Pode-se dizer que, de maneira geral, as controladoras setoriais foram criadas no Brasil após alguma discussão pública e ao amparo de legislação específica. A Petrobrás, por exemplo, nasceu como resultado de uma ampla mobilização popular em defesa do monopólio estatal do petróleo. Na medida em que essas empresas foram entrando em operação, e por causa de sua capacidade de acumulação interna, um grande número de subsidiárias ou coligadas foi sendo criado com um compromisso cada vez mais remoto com a motivação de intervenção relacionada à sua controladora [Martins (1985)]. Essas empresas mais novas, situadas na franja dos grupos estatais, foram, por isso mesmo, indicadas freqüentemente para a privatização.

É importante enfatizar que o crescimento do setor empresarial estatal no Brasil se deu sem qualquer controle sobre a forma como seu padrão de crescimento afetava seu poder de mercado. Pelo contrário, a verticalização das atividades das empresas estatais, no sentido do desenvolvimento também de suas matérias-primas ou da comercialização de seus produtos, foi a regra. Este fato por si só seria suficiente para sublinhar a importância dos cuidados que devem ser tomados pelos órgãos encarregados da privatização no sentido da preservação do padrão de competição dos mercados em que essas firmas operam.

O modelo de venda fragmentada adotado pela privatização brasileira dificulta a geração direta de recursos para o governo porque as empresas vendidas são subsidiárias ou coligadas das controladoras. Então, o verdadeiro vendedor não é o Tesouro, e sim uma sociedade anônima da qual o Tesouro detém o controle, ao passo que na venda de empresas coligadas o vendedor é uma subsidiária da controladora. É fácil perceber que, nesse caso, o trânsito dos recursos obtidos com a privatização



para o caixa do Tesouro é muito mais lento e complicado do que se as ações do Tesouro na controladora tivessem sido vendidas.

Por isso mesmo, o programa de privatização não tem para o governo o mesmo atrativo que tem ou teve em outras economias em que as receitas de privatização freqüentemente desafogaram governos em séria crise fiscal, constituindo-se essas mesmas receitas no principal fator gerador da chamada “vontade política” para privatizar. A elevação do grau de eficiência do funcionamento da economia é a verdadeira razão de ser da privatização brasileira, o que representa um objetivo importante para cujo atingimento a privatização é notadamente eficaz, porém pouco atraente, na proposta “curto-prazista” de nossos governos.

### **3.2 - Estimativa do valor patrimonial das empresas estatais**

A seguir apresenta-se uma estimativa do valor do patrimônio do governo no setor produtivo estatal, estimado com base em trabalho publicado pela Secretaria de Orçamento e Controle de Empresas Estatais (Sest), contendo dados dos balanços das empresas do ano de 1988 [Sest (1989)]. (Nesse cadastro estão incluídas todas as empresas nas quais o governo federal detinha o controle acionário em 1988, mas não a totalidade das empresas nas quais o governo federal detivesse participação acionária.)

Não foi possível fazer essa estimativa com base em dados mais recentes porque esse é o último cadastro publicado pela Sest, que foi extinta. As fontes alternativas foram descartadas por sua má qualidade e insuficiência de abrangência. Além disso, a base da Sest contém um esforço muito útil de consolidação por grupos.

A principal desvantagem da utilização desse cadastro como base para uma estimativa é o fato de que a mera ameaça de privatização produz resultados relativamente rápidos sobre o grau de eficiência das empresas, fazendo com que a maior parte dos ganhos de eficiência decorrentes da privatização aconteça antes da venda propriamente dita. Por isso, depois de 1990, quando o ritmo da privatização adquiriu alguma força no Brasil, o desempenho das estatais incluídas no programa melhorou, com efeitos positivos sobre seus resultados, o que provavelmente aumentou o patrimônio líquido de tais empresas.

Também, recentemente, a aplicação da Lei 8.200, de 28/6/91, disposta sobre a correção monetária das demonstrações financeiras, permitiu a reavaliação dos ativos das sociedades anônimas, corrigindo algumas distorções relativas à subindexação, causadas pelas regras dos sucessivos planos econômicos. Em consequência da aplicação dessa lei, o patrimônio contabilizado das sociedades anônimas aumentou consideravelmente. Embora o Plano Collor (1990) tenha causado a principal distorção, os balanços anteriores (no nosso caso, 1988) também continham subavaliações.

Finalmente, para as empresas incluídas no Programa Nacional de Desestatização, algumas renegociações de dívidas foram feitas como parte de sua preparação para a venda, incluindo transferências de dívidas para o Tesouro, que foram mais fre-

qüentes nas empresas do setor siderúrgico com o efeito de aumentar o patrimônio das empresas antes da venda.

Por outro lado, como os últimos anos têm sido de profunda crise nas contas públicas, nenhuma nova estatal foi criada depois de 1988 e também não foi possível diminuir substancialmente a dívida das empresas. Acreditamos, portanto, que a desatualização da base, apesar de indesejável, não deve introduzir maiores distorções. Para facilitar a análise das informações, os dados dos balanços das empresas em 31/12/88 foram transformados para dólares comerciais da mesma data.<sup>6</sup>

Segundo o cadastro da Sest, a União detinha participação acionário em 258 empresas em 1988, assim distribuídas:

- 179 do chamado setor produtivo estatal;
- 20 típicas de governo;
- 28 concessionárias estaduais de energia elétrica;
- 25 do setor financeiro; e
- seis de previdência e assistência social.

Desse total, 37 foram excluídas de nosso trabalho: 25 do setor financeiro, cuja contabilidade segue padrão diferente; seis de previdência e assistência social — Fundação Banco do Brasil, Fundação Legião Brasileira de Assistência (LBA), Fundação Nacional do Bem-Estar do Menor (Funabem), Instituto de Administração Financeira da Previdência e Assistência Social (Iapas), Instituto Nacional de Assistência Médica da Previdência Social (Inamps) e Instituto Nacional da Previdência Social (INPS); e seis de propriedade dos antigos territórios de Rondônia, Roraima e Amapá, sendo duas do setor produtivo estatal distribuidoras de energia elétrica, três típicas de governo e uma concessionária estadual de energia elétrica. Como esclarecido, o cadastro da Sest contém todas as empresas nas quais a União detinha o controle acionário (maioria do capital com direito a voto), mas não todas as empresas nas quais o governo detivesse participação acionária. Assim, a avaliação do patrimônio total da União, incluindo apenas as empresas do cadastro, poderia subestimar o referido patrimônio, na medida em que não estariam sendo consideradas muitas das participações minoritárias da União.

Com o objetivo de contornar este problema, as informações contábeis dos balanços foram tratadas de acordo com a seguinte metodologia: para cada grupo de empresas composto de controladora, subsidiárias e coligadas (subsidiárias das subsidiárias), foram somados os patrimônios líquidos de todas as empresas incluídas no cadastro depois de deduzidos seus investimentos em participações acionárias em outras empresas. Essas deduções, no entanto, não foram feitas quando o balanço das subsidiárias ou coligadas da empresa em questão não estava incluído no cadastro.

---

6 Além dos dados dos balanços das empresas do ano de 1988, outras informações financeiras nesse trabalho, referentes ao período 1988/94, foram transformadas para dólares e comparadas entre si sem a devida correção pela inflação em dólares.

Dessa forma, as participações minoritárias foram computadas e, por essa razão, acreditamos ter diminuído a desvantagem da utilização do cadastro.

Depois de calculado o patrimônio líquido das empresas da forma antes descrita, procedeu-se à apuração da participação acionária do Tesouro direta e indireta em cada uma delas de acordo com a seguinte metodologia:<sup>7</sup>

Sendo:

$t_i$  = participação direta do Tesouro na empresa  $i$ ;

$b_{ij}$  = participação da empresa  $j$  no capital da empresa  $i$ ; naturalmente  $b_{ii} = 0$ ;

$T_i$  = participação direta e indireta do Tesouro na empresa  $i$ ;

tem-se que:

$$T_i = \sum_j b_{ij} T_j + t_i$$

Usando notação matricial:

$$T = BT + t$$

ou seja:

$$T - BT = t$$

ou:

$$(I - B)T = t$$

o que leva a:

$$T = (I - B)^{-1}t$$

De acordo com essa metodologia, identificou-se a participação acionária direta e indireta da União nas empresas (ver coluna 3 do Anexo), a qual foi multiplicada

---

<sup>7</sup> A distribuição do capital total das empresas entre seus acionistas, a partir da qual o exercício foi feito, está registrada na coluna 2 do Anexo.

então pelo patrimônio líquido de cada uma delas, calculado da forma descrita anteriormente, obtendo-se então o valor do patrimônio líquido da União em todas as empresas em dólares (ver coluna 4 do Anexo). Do total obtido, descontou-se o patrimônio daquelas que foram privatizadas ou liquidadas entre 1989 e janeiro de 1994.

Estimou-se, assim, em US\$ 29.628 milhões o patrimônio líquido do governo em 31/12/88. Desse valor, foram descontados US\$ 17 milhões referentes a empresas privatizadas ou liquidadas depois de 1988,<sup>8</sup> chegando-se ao total de US\$ 29.611 milhões em janeiro de 1994. Entre 1989 e janeiro de 1994, o governo privatizou ou liquidou um total de 33 empresas com patrimônios líquidos que somavam US\$ 4.840 milhões (as 27 que detinham patrimônio líquido positivo em 1988) e US\$ 4.823 milhões (as seis que detinham patrimônio negativo em 1988, inclusive a controladora Siderbrás, com um patrimônio negativo de US\$ 3.747 milhões). Devido à exclusão do cadastro não apenas de empresas com patrimônios positivos, mas também daquelas com patrimônios negativos, a diminuição do patrimônio total foi de apenas US\$ 17 milhões.

Como se pode observar, o total restante de US\$ 29.611 milhões inclui empresas de setores cuja venda não poderia ser feita sem revisão constitucional, como petróleo e telefonia. A restrição constitucional não atinge, no entanto, muitas das subsidiárias desses mesmos grupos.

A Tabela 1 a seguir contém, além do resumo do Anexo, a estimativa da própria Sest, incluída no cadastro de 1988, do patrimônio líquido consolidado dos diversos grupos estatais, independentemente da propriedade, e que somava US\$ 35,8 bilhões em 1988, o que nos permite concluir que o governo detinha, em média, 82% do valor do patrimônio líquido das empresas incluídas no cadastro (US\$ 29,6/US\$ 35,9 bilhões = 82%).

Como se pode observar no Anexo, todas as empresas do grupo Siderbrás foram privatizadas, restando ainda algumas operações pequenas a serem feitas dentro do seu processo de liquidação. Assim sendo, o setor público brasileiro já não tem praticamente qualquer interesse no setor siderúrgico. Muitas das dívidas da Siderbrás foram transformadas em moeda do programa de privatização, ou seja, em dívida do Tesouro. Além disso, parte da dívida das empresas foi transferida para a União como uma forma de aumentar sua atratividade para os eventuais compradores. Assim, chegamos à conclusão de que o valor do patrimônio líquido do governo em empresas estatais era de aproximadamente US\$ 29 bilhões em janeiro de 1994. Mas seria possível vendê-las pelo valor de seu patrimônio líquido? Por mais? Por menos? Para responder a estas perguntas procedemos a dois tipos de estimativa: em primeiro lugar, foi feito um levantamento do valor de mercado das quatro grandes controladoras setoriais através da evolução da cotação de suas ações na bolsa de valores no período 1991/94, cujos resultados são apresentados na Subseção 3.3 a seguir; e, em segundo, procedeu-se à análise da relação entre o patrimônio líquido e o preço obtido com a venda das empresas privatizadas, o que está apresentado na Seção 4.

---

8 A lista de empresas liquidadas ou privatizadas no período está também registrada no Anexo.

TABELA 1

*Estimativa do patrimônio líquido do governo federal*

	Patrimônio líquido em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas até janeiro de 1994	Patrimônio líquido em janeiro de 1994 (US\$ milhões)	Patrimônio líquido consolidado em 31/12/88 no cadastro Sest, por grupos (US\$ milhões)
<i>Grupos empresariais</i>				
Petrobrás	4.271	1.288	2.983	7.054
CVRD	1.271	0	1.271	2.699
Telebrás	3.403	0	3.403	5.706
Siderbrás	-1.520	-1.509	-11	-1.555
Eletrobrás	12.378	0	12.378	14.305
RFFSA	6.279	0	6.279	6.975
Portobrás	457	0	457	704
INB	586	0	586	n.d.
Total	27.125	-221	27.346	35.888
<i>Empresas subordinadas a ministérios</i>				
Aeronáutica	102	19	83	
Agricultura	198	0	198	
Ciência e tecnologia	13	0	13	
Comunicações	147	0	147	
Exército	40	0	40	
Fazenda	420	105	316	
Habituação e bem-estar social	12	0	12	
Indústria e comércio	2	0	2	
Interior	4	0	4	
Marinha	1	0	1	
Minas e energia	104	0	104	

(continua)

	Patrimônio líquido em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas até janeiro de 1994	Patrimônio líquido em janeiro de 1994 (US\$ milhões)	Patrimônio líquido consolidado em 31/12/88 no cadastro Sest, por grupos (US\$ milhões)
Previdência	28	0	28	
Transportes	-205	15	-220	
Planejamento	132	93	39	
Total	998	232	767	
<i>Empresas típicas de governo</i>	825	6	820	
<i>Concessionárias de energia</i>	679	0	679	
Total	29.628	17 <sup>a</sup>	29.611	

FONTE: Trata-se de um resumo do Anexo.

<sup>a</sup>Esse total é ligeiramente diferente do da Tabela 5 porque inclui algumas empresas privatizadas em 1989 e também aquelas que foram liquidadas desde 1988.

### 3.3 - A avaliação do valor de mercado através da bolsa de valores

Antes de apresentarmos a evolução da cotação das ações na bolsa de valores das quatro grandes controladoras setoriais (Petrobrás, CVRD, Telebrás e Eletrobrás), procederemos à identificação da parte das ações dessas empresas que é de propriedade do governo.

Como dissemos, a venda de participações do governo nas controladoras representa receita para o Tesouro e consiste na venda a um mesmo tempo de toda a propriedade pública no setor porque, naturalmente, vendendo sua participação na controladora, a União vende automaticamente os direitos que a controladora detém nas empresas subsidiárias e coligadas.

A Tabela 2 a seguir registra a participação do Tesouro e de cada um dos outros sócios do governo no capital das empresas em análise em 31/12/92 e contém os dados contábeis do patrimônio líquido dessas empresas na mesma data que somavam US\$ 68,8 bilhões. Como se pode observar, a União possui o controle acionário em cada uma dessas empresas na medida em que detém mais do que 50% do capital com direito a voto. No entanto, sua participação no número total de ações varia de 24,9% na Telebrás a 88,3% na Eletrobrás, detendo ainda uma participação relativamente

TABELA 2

## Participação do Tesouro Nacional no capital das controladoras

Empresa	Capital social em 31/12/92 (US\$ milhões)	Patrimônio líquido em 31/12/92 (US\$ milhões)	Número de ações do capital social em 31/12/92	Participação da União em número de ações em 31/12/92 (%)	Participação da BNDESPAR e do BNDES em número de ações (%)	Participação do FND em número de ações (%)	Participação da CEF em número de ações (%)	Total em % da União em ações
CVRD	ordinárias	6.732,4	31.247.893.008	23.738.496.000	76,0	1.000.910.000	3,2	79,2
	preferenciais		17.321.989.008	1.093.039.000	6,3	39.700.000	0,2	6,5
	total		48.569.882.016	24.831.535.000	51,1	1.040.610.000	2,1	53,3
Eletrobrás	ordinárias	36.592,5	33.219.106.351	19.961.785.404	60,1	8.791.204.301	26,5	3.837.736.459 11,6 426.753.200 1,3 99,4
	preferenciais		6.239.221.849	1.611.671.356	25,8	138.457.200	2,2	78.313.587 1,3 6.357.800 0,1 29,4
	total		39.458.328.200	21.573.456.760	54,7	8.929.661.501	22,6	3.916.050.046 9,9 433.111.000 1,1 88,3
Telebrás	ordinárias	13.265,1	108.031.577.990	62.163.408.431	57,5			57,5
	preferenciais		168.112.612.685	6.506.977.439	3,9			3,9
	total		276.144.190.675	68.670.385.870	24,9			24,9
Petrobrás	ordinárias	12.192,9	583.970.228	475.291.000	81,4			81,4
	preferenciais		422.386.969	37.952.000	9,0			9,0
	total		1.006.357.197	513.243.000	51,0			51,0
Total		68.782,9						

FONTE: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

pequena no estoque de ações preferenciais, cujo percentual mais elevado é de 29,4% na Eletrobrás.<sup>9</sup>

A Tabela 3 contém a cotação das ações dessas empresas na bolsa de valores nos dias 30/12/91, 30/12/92, 30/12/93 e 6/4/94. Como se pode observar, a parte da União no valor de mercado dessas empresas passou de US\$ 7,3 bilhões em 1991 para US\$ 3,8 bilhões em 1992, US\$ 14,4 bilhões em 1993 e US\$ 18,6 bilhões em 6/4/94, representando aproximadamente 53% do valor total das empresas nesse último ano.

Tomando-se como exemplo o ano de 1992, que detém o valor mais baixo da série, vemos que o mercado avaliava essas empresas num total de US\$ 9,5 bilhões, e o seu patrimônio líquido contábil somava, nesta mesma data, US\$ 68,8 bilhões (ver Tabela 2). Portanto, chama a atenção o fato de que a cotação das ações dessas empresas, em 31/12/92, era bem inferior a seu valor patrimonial, ou seja, uma média de aproximadamente 14%.

Entre dezembro de 1992 e abril de 1994 o valor da participação da União nessas empresas aumentou 384%, em parte devido ao próprio processo de privatização. Supondo-se que a cotação das ações não variasse em consequência do aumento de oferta, teria sido possível arrecadar, em 6/4/94, um total de aproximadamente US\$ 8,6 bilhões (US\$ 7,2 bilhões em ações ordinárias e US\$ 1,4 bilhão em ações preferenciais) caso a União tivesse vendido a totalidade de suas ações preferenciais e a parte em ações ordinárias desnecessária para a manutenção do controle acionário das grandes *holdings* setoriais.

Como se pode observar, a cotação das ações das empresas estatais é muito volátil e pode atingir variações substantivas em curtos períodos de tempo. O próprio valor patrimonial muda consideravelmente em consequência de alterações na prática contábil. O patrimônio líquido consolidado desses quatro grupos somava US\$ 29,8 bilhões de acordo com os dados da Sest apurados a partir dos balanços de 1988 (ver Tabela 1) e, portanto, menos da metade dos US\$ 68,8 bilhões apurados nos balanços das controladoras de 1992.

Por outro lado, a cotação dessas ações é muito sensível às variações na política tarifária e, assim sendo, o valor de venda dessas empresas depende muito do anúncio que se fizer previamente do aparato regulatório e da política de preços que vai vigorar após a privatização. Também poder-se-ia argumentar que seria possível conseguir um preço bem mais alto caso os lotes controladores fossem colocados à venda. Preços mais baixos poderiam ser obtidos caso todas as ações fossem vendidas num pequeno intervalo de tempo, principalmente se mantida a proibição de compra do controle por parte do capital estrangeiro.

Com o intuito de estimar quão mais altos poderiam vir a ser os preços alcançados quando os lotes negociados contivessem o direito de controle, foi feita uma comparação entre os ágios alcançados nos leilões das ações ordinárias e das ações preferenciais das empresas já privatizadas. O resultado dessa análise é apresentado na próxima seção.

---

<sup>9</sup> Os dados sobre a distribuição do capital das quatro controladoras setoriais referem-se ao dia 31/12/92.



TABELA 3

## Avaliação da parte da União no valor de mercado das controladoras estatais

Empresa Holding	Tipo de ação	Parte da União no valor de mercado em 30/12/91 (US\$ milhões)	Parte da União no valor de mercado em 30/12/92 (US\$ milhões)	Parte da União no valor de mercado em 30/12/93 (US\$ milhões)	Parte da União no valor de mercado em 6/4/94 (US\$ milhões)	Total das ações da União (%)	Valor total de mercado das empresas em 6/4/94 (US\$ milhões)	Valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais em 6/4/94
CVRD	Ordinárias	1.170	1.213	2.128	2.431	79,2	3.069	896
	Preferenciais	70	67	96	120	6,5	1.846	120
	Total	1.241	1.280	2.225	2.551		4.915	1.016
Eletrobrás	Ordinárias	3.713	1.069	6.773	10.294	99,4	10.356	5.116
	Preferenciais	212	127	376	602	29,4	2.047	602
	Total	3.925	1.196	7.149	10.896		12.403	5.718
Telebrás	Ordinárias	786	604	1.798	2.082	57,5	3.620	272
	Preferenciais	117	116	224	256	3,9	6.564	256
	Total	903	720	2.022	2.338		10.184	528
Petrobrás	Ordinárias	1.102	563	2.666	2.442	81,4	3.000	942
	Preferenciais	176	84	356	383	9,0	4.255	383
	Total	1.278	647	3.023	2.825		7.255	1.325
Total da parte da União		7.346	3.842	14.419	18.610		34.757	8.586
Valor total das empresas		14.692	9.695	28.367	34.757			

NOTAS: a) A cotação das ações preferenciais da Eletrobrás foi calculada por média ponderada da cotação das ações Eletrobrás PNA e PNB pelas respectivas quantidades no ano de 1992 e como se fossem todas PNB em 1993. b) A cotação das preferenciais da Eletrobrás "A" em 1991 é de 19/12/91. c) O dólar utilizado é o comercial de venda do dia da cotação: 19/12/91 - 1.000,50; 30/12/91 - 1.057,20; 10/07/92 - 3.692,65; 30/12/92 - 12.243,00; 30/12/93 - 320,92; e 6/4/94 - 967,04. d) Fez-se a hipótese de que a participação da União não tenha variado de um ano para outro e tenha se mantido igual à de 1992. e) No caso da Eletrobrás ON, a cotação é de 11/12/92 e foi transformada para dólares usando a cotação dessa mesma data.

## **4 - A avaliação da variação patrimonial causada pela privatização**

### **4.1 - A experiência do período 1979/89**

Desde 1979, quando, através do Decreto 83.740, de 18/7/79, foi criado o Programa Nacional de Desburocratização, até o início do Governo Collor, em março de 1990, o programa brasileiro de privatização transferiu ao setor privado o controle acionário total de 38 empresas (ver Tabela 4) — todas originalmente privadas —, além de privatizações parciais e liquidações. Dessas 38 empresas, 13 eram controladas pela BNDESPAR ou pelo próprio BNDES.

Nessa fase do programa, a forma de venda das empresas privatizadas variou entre concorrência, leilão e venda direta. O BNDES não fez todas as vendas à vista e também não vendeu todo o lote de ações de uma mesma empresa em sua carteira de uma só vez. Em muitos casos, o BNDES ofereceu financiamento ao comprador, de até 70% do valor da venda, através do Programa de Financiamento ao Acionista (Finac), pelo prazo de oito anos, indexado pela inflação mais juros de 12%. As empresas vendidas nessa fase foram submetidas a programas de saneamento prévio, que permitiram aumentar o grau de atratividade da sua aquisição por parte do setor privado.

De maneira geral, essa fase do programa não foi norteadada por preocupações com a eficiência alocativa da economia, tendo sido permitida a participação de concorrentes nos leilões das empresas. A predominância das vendas em um único bloco, para compradores únicos, através de leilões e concorrências, chama a atenção para a importância que foi dada ao objetivo de maximização das receitas de vendas, associada à necessidade de recuperação dos capitais investidos pelo BNDES e sua subsidiária nas empresas em questão.

Uma ênfase maior nas questões relativas à eficiência alocativa provavelmente teria o efeito de deprimir as receitas de vendas, mas impediria, por exemplo, que a Ferro-Ligas passasse a dominar 85% de seu mercado depois da aquisição de sua principal concorrente, a Sibra, em 1988 [Werneck (1989)].

Outra característica dessa fase do programa que vale a pena mencionar foi a total inexistência de mobilização política em torno das operações de venda. Algumas delas foram suspensas por medidas judiciais tomadas por interessados na venda, principalmente acionistas minoritários. Quando o programa de privatização do presidente Collor foi lançado, em 1990, a população, de maneira geral, desconhecia o fato de que o país possuía experiência prévia com a privatização. Simplesmente, não se encaravam tais operações como privatização, porque as empresas envolvidas eram originalmente privadas.

A comparação entre as receitas de vendas e o patrimônio líquido das empresas vendidas nessa primeira fase está registrada na Tabela 4, na qual o valor do patrimônio líquido das empresas foi apurado no último balanço antes da venda. Infelizmente,

TABELA 4

## Relação entre patrimônio líquido e preço de venda: empresas privatizadas no período 1981/89

Empresa	Patrimônio líquido antes da privatização (US\$ mil)	Porcentagem de propriedade do governo federal	Patrimônio líquido vendido (US\$ mil)	Tipo de oferta	Data	Preço de venda (US\$ mil)	Ágio em relação ao preço mínimo (%)	Relação preço de venda/patrimônio líquido
1 - Cia. Química do Recôncavo	7.960	48,70	3.877	Venda Direta	24/11/81	5.061	n.d.	1,31
2 - Cia. América Fabril	12.168	n.d.	n.d.	Liquidação	n.d.	28.756	n.d.	
3 - Riocell	47.044	n.d.	n.d.	Venda Direta	10/03/92	77.542	n.d.	
4 - Riocell Trade								
5 - Celulose do Sul								
6 - Florestal Riocell								
7 - Tecidos Dona Izabel	8.693	n.d.	n.d.	Concorrência	21/09/82	16.898	n.d.	
8 - Método - Org., Plan. e Adm.	107	n.d.	n.d.		01/06/82	11	n.d.	
9 - Imbrapel	646	100,00	646	Concorrência	27/05/92	3.245	n.d.	5,02
10 - Coperbo	30.308	37,70	11.426	Venda Direta	28/12/82	24.772	n.d.	2,17
11 - Opalma	5.851	n.d.	n.d.	Concorrência	25/05/83	3.055	n.d.	
12 - Federal de Seguros	11.405	n.d.	n.d.	Concorrência	20/04/83	7.107	n.d.	
13 - Nitriflex	5.672	30,00	1.702	Concorrência	27/04/83	5.372	n.d.	3,16
14 - Cimento Portland Perus	-4.165	100,00	-4.165	Concorrência	29/04/83	15.879	n.d.	4,81
15 - Estrada Perus Pirapora	163							
16 - Força e Luz Cricúma	853	n.d.	n.d.	Lelão	10/05/82	2.076	n.d.	
17 - José Olympio S. A.	268	n.d.	n.d.		16/04/84	281	n.d.	
18 - Encine								
19 - Didacta								

(continua)

Empresa	Patrimônio líquido antes da privatização (US\$ mil)	Porcentagem de propriedade do governo federal	Patrimônio líquido vendido (US\$ mil)	Tipo de oferta	Data	Preço de venda (US\$ mil)	Ágio em relação ao preço mínimo (%)	Relação preço de venda/patrimônio líquido
20 - Luftala	-4	n.d.	n.d.	n.d.	1984	2	n.d.	
21 - Melhoramentos Blumenau	270	100,00	270	Concorrência	08/08/86	420	n.d.	1,56
22 - Nova América	36.618	17,00	6.225	Leilão	09/06/87	15.855	27,00	2,55
23 - Piratininga do Nordeste	1.708	79,80	1.363	Concorrência	23/07/87	1.428	6,10	1,05
24 - Máquinas Piratininga	3.682	97,4	3.586	Concorrência	15/09/87	107	1,40	0,03
25 - Engematic	-4.627	n.d.	n.d.	Liquidação	18/11/87	3.827	n.d.	
26 - Ferrmag	823	60,00	494	Concorrência		853	n.d.	1,73
27 - Sibra	2.568	63,52	1.631	Leilão		47.609		
27.1 - Venda do controle		18,36			11/04/88	29.024	310,00	
27.2 - Venda p/acion. minor. vot.		9,36			18/07/88	4.380	5,40	
27.3 - Leilão especial		35,80			22/12/88	14.205	13,20	29,19
28 - Aracruz Celulose	80.592	17,13	13.805	Leilão	03/03/88	156.200		
28.1 - Venda de capital votante		13,68			03/05/88	133.800	19,00	
28.2 - Distribuição secundária		4,00			16/06/88	21.000	n.d.	
28.3 - Venda em pregão		0,13			03/03/88	1.400	n.d.	11,31
29 - Celpag	52.302	53,70	28.086	Leilão	09/05/89	72.736	90,00	2,59
30 - Caraliba Metais	810.561	67,4	546.318	Leilão	24/08/88	89.700	n.d.	
30.1 - Venda do controle		64,90			24/08/88	87.100	30,44	
30.2 - Distrib. pref. classe E		2,50			14/11/88	2.600	n.d.	0,16
31 - Cosim	15.554	n.d.	n.d.		15/09/88	4.123	n.d.	
32 - Cimetal	-37.833	n.d.	n.d.	Liquidação	21/09/89	59.000	29,00	
32.1 - Leilão de ativos					21/11/88	48.900		

(continua)

Empresa	Patrimônio líquido antes da privatização (US\$ mil)	Porcentagem de propriedade do governo federal	Patrimônio líquido vendido (US\$ mil)	Tipo de oferta	Data	Preço de venda (US\$ mil)	Ágio em relação ao preço mínimo (%)	Relação preço de venda/patrimônio líquido
32.2 - Ativos remanescentes					13/03/89	9.900		
32.3 - Fazenda São Francisco					13/03/88	200		
33 - Cia. Brasileira de Cobre (CBC)	31.343	99,90	31.312			7.216	0,00	0,23
34 - Cia. Brasileira de Zinco								
35 - Mineração Carnec	-226.161	99,50	-225.030	Leilão	18/05/89	14.409	14,28	1,06
36 - Cia. de Celulose da Bahia	54.759	99,51	54.490	Leilão	24/07/89	8.214	0,00	0,15
37 - Cofavi	24.642	98,99	24.393	Leilão	03/10/89	54.244	138,90	2,22
38 - Usiba								
Valor total	973.768		500.428			725.988		1,45
Total apenas das empresas com informações disponíveis	914.127		500.428			523.320		1,05

FONTE: CFD (1990).  
n.d. = não-disponível.

como a participação da União nas empresas vendidas não estava disponível para todas elas, fizemos a comparação apenas para 18, que, no entanto, representavam 72% da receita arrecadada nesse período.

Da análise dos dados dessas 18 empresas pode-se inferir que, nessa fase do programa de privatização, foi possível recuperar a totalidade do patrimônio líquido das empresas privatizadas, tendo o total arrecadado superado o patrimônio do conjunto das empresas em questão em 5%. Também foi possível observar que, praticamente, o controle dessas empresas não foi negociado em separado e que, no caso da Sibra, em que tal fato aconteceu, o lote controlador recebeu o maior ágio (310% acima do preço mínimo). Essa operação teve também a maior relação preço de venda/patrimônio líquido (29,19, pelas razões mencionadas anteriormente).

## 4.2 - O programa de privatização iniciado em 1990

A Lei 8.031, de 12/4/90, criou o Programa Nacional de Desestatização do Governo Collor, dentro do qual a privatização adquiriu um novo sentido e passou a ser vista de uma forma muito mais abrangente. O presidente recém-eleito fez toda sua campanha prometendo reduzir o papel do Estado na economia e propôs, pela primeira vez, a venda ao setor privado de empresas que nasceram estatais e que faziam parte de setores considerados estratégicos no passado recente. Os escolhidos para integrar essa primeira fase foram principalmente os setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes.

A Lei 8.031 estabelecia que as receitas do programa de privatização deveriam ser necessariamente aplicadas na quitação de dívidas do governo. Essa determinação evoluiu no sentido de permitir que os detentores da dívida utilizassem os próprios títulos como meio de pagamento ou moedas do programa. O governo decidiu então tabelar o deságio dos títulos da dívida externa, considerando-se apenas 75% de seu valor de face, enquanto os diversos títulos da dívida interna foram aceitos por 100% de seu valor de face.

A Lei 8.031 determinava, ainda, que o capital estrangeiro ficasse limitado a 40% das ações com direito a voto, não podendo, portanto, adquirir o controle das empresas alienadas. Não havia limites para a aquisição de ações preferenciais pelo capital estrangeiro. Futuramente, com o Decreto 724, de 19/1/93, essa limitação à participação do capital estrangeiro veio a ser suprimida em alguns casos, bem como passou-se a exigir o pagamento de partes do preço em dinheiro.

O período de mandato do presidente Collor, entre março de 1990 e outubro de 1991, quando foi leiloada a primeira empresa de seu governo, foi consumido na concepção e montagem das regras de funcionamento do seu novo e ambicioso programa. Desde então, todas as empresas têm sido avaliadas pelo valor econômico, calculado através do valor presente do fluxo de caixa descontado. Uma vez que cada empresa atua num setor específico, não há igualdade das taxas de desconto empregadas, que são estabelecidas pelas consultoras encarregadas da avaliação considerando os diversos aspectos da firma, como risco, por exemplo.

Tem feito parte do saneamento prévio das empresas a resolução de disputas envolvendo direitos de propriedade, as quais em sua maioria refletem inconsistências entre os acordos privados de acionistas e a legislação do programa de privatização. Por exemplo, os acordos de acionistas prevêm que os acionistas minoritários, que podem ser estrangeiros, têm preferência na compra, mas a legislação referente à participação dos estrangeiros na privatização os impedia de exercê-la.

A preocupação com questões de eficiência alocativa tem orientado, algumas vezes, as restrições quanto à participação de determinados compradores.<sup>10</sup> A Lei 8.031 estabeleceu a possibilidade de criação da *golden share*, mecanismo através do qual o Estado preserva seu direito de interferência na gestão da empresa em questões específicas, geralmente por um prazo determinado.<sup>11</sup> De maneira geral, 10% das ações de cada empresa têm sido oferecidos aos empregados com substanciais descontos em relação ao preço mínimo de venda. Algumas vezes uma parcela das ações tem sido reservada para venda ao público em geral, a preços fixos.

Entre outubro de 1991 e janeiro de 1994, 25 empresas foram privatizadas, conforme pode ser observado na Tabela 5, na qual o valor do patrimônio líquido de cada empresa é, sempre que disponível, o mesmo apurado no cadastro da Sest em 31/12/88 para que pudéssemos fazer uma relação entre as receitas esperadas do programa de privatização e o montante estimado do patrimônio do governo.

Com a venda dessas 25 empresas, arrecadou-se um total de aproximadamente US\$ 7,1 bilhões, o que representa, em média, 2,1 vezes o patrimônio líquido de propriedade do governo nas empresas alienadas. É conveniente ter em mente, no entanto, que essas empresas foram pagas com títulos "desagiados", o que reduz a quase metade a arrecadação do programa, mostrando que foi possível até agora arrecadar um montante aproximadamente igual ao patrimônio das empresas alienadas.

Em outubro de 1991, a cotação dos títulos da dívida do governo no mercado secundário variava entre um mínimo de 40% (certificados de privatização) e um máximo de 50% (títulos da dívida agrária) [Mello (1992)]. Em setembro de 1993, a cotação dos títulos da dívida, quase terminados, variava entre 66 e 71% do valor de face [Gazeta Mercantil (11/9/93)]. A venda dessas 25 empresas permitiu que o governo arrecadasse um ágio médio de 18,8% sobre os preços mínimos, sendo o ágio sempre maior, como seria de esperar, na venda de ações ordinárias envolvendo controle. A Tabela 6 a seguir contém a lista de moedas usadas como meio de pagamento das empresas.

---

10 Por exemplo, no caso da venda da Celma, empresa monopolista na prestação de serviços de reparos em aeronaves, a compra do controle acionário não pôde ser feita por outras empresas do setor de transporte aéreo, que tiveram sua participação conjunta limitada a 30% e, individualmente, a 10%.

11 No caso da Celma, a modelagem incluiu uma *golden share* com o objetivo de impedir que a empresa deixe o setor nos próximos 10 anos, já que se trata de um monopólio, ainda que contestável.

TABELA 5

*Relação entre patrimônio líquido e preços de venda:  
empresas privatizadas no período setembro de 1990/abril de 1993*

Empresa	Tipo de oferta	Data do leilão <sup>a</sup>	Ofertado (% do capital total)	Vendido (% do capital total)	Patrimônio líquido do setor público federal na empresa em 31/12/88 (US\$ mil)	Preço mínimo de venda <sup>b</sup> (US\$ mil)	Preço total de venda (US\$ mil)	% Ágio	Relação preço de venda/patrimônio líquido
1 - Usiminas <sup>c</sup>	Leilão ordinárias	24/10/91	37,6	37,6		973.500	1.112.400	14,3	
	Leilão preferenciais	18/11/91	27,9	16,7		267.300	264.300	0,0	
	Oferta empregados	05/11/91	10,0	9,6		34.700	34.600		
	Oferta público	08/11/91	10,0	6,0		51.400	51.300		
	Opção minorias		8,8	8,8			28.500		
	Total		94,3	78,7	379.000	1.326.900	1.491.100	12,4	3,9
2 - Celma	Leilão ordinárias	01/11/91	79,1	86,1		72.270	90.700	25,1	
	Oferta empregados	01/10/91	10,0	3,0		400	400		
	Total		89,1	89,1	19.000	72.670	91.100	25,4	4,8
3 - Mafersa	Leilão ord. pref.	11/11/91	90,0	90,0		18.477	48.400	161,6	
	Oferta empregados	18/03/92	10,0	9,5		100	100		
	Sobras	26/03/92		0,5		300	300		
	Total		100,0	100,0	37.000	18.877	48.800	158,5	1,3

(continua)



Empresa	Tipo de oferta	Data do leilão <sup>a</sup>	Ofertado (% do capital total)	Vendido (% do capital total)	Patrimônio líquido do setor público federal na empresa em 31/12/88 (US\$ mil)	Preço mínimo de venda <sup>b</sup> (US\$ mil)	Preço total de venda (US\$ mil)	% Ágio	Relação preço de venda/patrimônio líquido
4 - Cosinor <sup>d</sup>	Leilão ord./pref.	14/11/91	89,8	89,8	11.785	13.600	13,3		
		16/03/92	10,0	0,0					
	Total	30/03/92	99,8	10,0	4.203	15.000	13,8	3,6	
5 - SBNP	Leilão ordinárias	14/01/92	90,0	90,0	7.800	12.000	53,8		
	Oferta empregados		10,0	0,0					
	Total		100,0	90,0	4.000	12.000	53,8	3,0	
6 - Indag <sup>d</sup>	Leilão ord./pref.	04/02/92	35,0	35,0	6.800	6.800	0,0		
	Total		35,0	35,0	3.746	6.800	0,0	1,8	
7 - Piratini	Leilão ord./pref.	17/02/92	86,1	86,1	42.000	106.200	153,1		
	Oferta empregados	22/05/92	9,9	9,5	1.400	1.400			
	Sobras	29/05/92		0,4	200	200			
	Total		96,0	96,0	-71.000	107.800	147,5	2,5	
8 - Petroflex	Leilão ordinárias	10/04/92	80,0	80,0	178.600	215.600	20,7		
	Oferta público	29/05/92	10,0	10,0	12.500	12.500			
	Total	10/07/92	100,0	100,0	6.100	6.000			
				145.000	197.200	234.100	18,7	1,6	

(continua)

Empresa	Tipo de oferta	Data do leilão <sup>a</sup>	Ofertado (% do capital total)	Vendido (% do capital total)	Patrimônio líquido do setor público federal na empresa em 31/12/88 (US\$ mil)	Preço mínimo de venda <sup>b</sup> (US\$ mil)	Preço total de venda (US\$ mil)	% Ágio	Relação preço de venda/patrimônio líquido
9 - Copesul	Leilão ordinárias	15/05/92	62,9	62,9	617.118	797.100	29,2		
	Oferta público		10,0	0,0					
	Oferta empregados		10,0	0,0					
	Total		82,9	62,9	243.000	797.100	29,2	3,3	
10 - Alcalis/Alcanorte	Leilão ord./pref.	15/07/92	90,0	90,0	46.600	78.900	69,3		
	Oferta empregados	05/08/92	10,0	0,1	2.500	2.500			
	Sobras			9,9					
	Total		100,0	100,0	15.000	49.100	81.400	65,8	5,4
11 - CST	1º Leilão ord./pref.	16/07/92	71,0	71,2	295.288	295.400	0,0		
	2º Leilão ord./pref.	23/07/92	5,7	5,7	36.904	36.904	0,0		
	Oferta empregados	26/06/92	12,4	12,2	15.158	15.158			
	Total		89,1	89,1	1.852.000	347.350	347.462	0,0	0,2
12 - Nitriflex <sup>d</sup>	Leilão ordinárias	06/08/92	40,0	40,0	26.190	26.200	0,0		
	Total		40,0	40,0	7.070	26.190	26.200	0,0	3,7
13 - Fostétil	Leilão ordinárias	12/08/92	56,3	56,3	139.270	177.100	27,1		
	Leilão preferenciais	13/08/92	22,0	22,0	40.000	40.000			
	Oferta empregados	27/08/92	10,0	10,0	4.900	4.900			
	Total		88,3	88,3	199.000	184.170	222.000	20,5	1,1

(continua)

Empresa	Tipo de oferta	Data do leilão <sup>e</sup>	Ofertado (% do capital total)	Vendido (% do capital total)	Patrimônio líquido do setor público federal na empresa em 31/12/88 (US\$ mil)	Preço mínimo de venda <sup>b</sup> (US\$ mil)	Preço total de venda (US\$ mil)	% Ágio	Relação preço de venda/patrimônio líquido
14 - Polissul <sup>d</sup>	Total	11/09/92	31,0	31,0	7.280	56.901	56.890	0,0	7,8
			31,0	31,0		56.901	56.890	0,0	
15 - PPH <sup>e</sup>	Leilão ordinárias	29/09/92	10,0	10,0		25.100	40.800	62,5	
	Leilão preferenciais	12/11/92	9,0	9,0		18.500	18.600	0,0	12,9
	Total		19,0	19,0	4.594	43.600	59.400	36,2	
16 - Goiásfértil	Total	08/10/92	90,0	90,0		12.661	12.700	0,3	
		30/10/92	10,0	10,0		400	400		0,3
	Total		100,0	100,0	45.000	13.061	13.100	0,3	
17 - Acesita/Energética Forjas	Leilão ordinárias	23/10/92	64,0	64,0		347.570	450.300	29,5	
	Oferta empregados	25/09/92	10,0	10,0		15.100	15.100		4,4
	Total		74,0	74,0	105.000	362.670	465.400	28,3	
18 - CBE <sup>e</sup>	Leilão ordinárias	03/12/92	23,0	23,0		10.900	10.900	0,0	3,3
	Total		23,0	23,0	3.329	10.900	10.900	0,0	
19 - Poliolefinas <sup>e</sup>	Leilão ordinárias	19/03/93	31,5	31,5		87.100	87.100	0,0	1,5
	Total		31,5	31,5	56.448	87.100	87.100	0,0	

(continua)

Empresa	Tipo de oferta	Data do leilão <sup>a</sup>	Ofertado (% do capital total)	Vendido (% do capital total)	Patrimônio líquido do setor público federal na empresa em 31/12/88 (US\$ mil)	Preço mínimo de venda <sup>b</sup> (US\$ mil)	Preço total de venda (US\$ mil)	% Ágio	Relação preço de venda/patrimônio líquido
20 - CSN <sup>f</sup>	Leilão ordinárias	02 e 05/04/93	65,0	60,3	1.056.600	1.056.600	0,0		
	Oferta empregados	20/04/93	20,0	11,8	75.400	75.400			
	Oferta público	02/07/93	13,9	10,0	139.100	139.100			
	Total		98,9	82,1	-524.000	1.404.100	1.404.100	0,0	3,7
21 - Ultratátil	Leilão ordinárias	24/06/93	90,0	90,0	194.600	204.400	5,0		
	Oferta empregados	17/12/93	10,0	10,0	6.100	6.100			
	Total		100,0	100,0	156.000	200.700	210.500	4,9	1,3
22 - Cosipa	Leilão ordinárias	20/08/93	40	40	166.800	330.500	97,9		
	Oferta empregados	20/09/93	15,0	14,8	17.900	17.900			
	Oferta Femco	23/09/93	5,0	5,2	11.400	11.400			
	Total		60,0	60,0	-476.000	196.100	359.800	83,5	1,8
23 - Açominas	Leilão ord./pref.	19/09/93	79,9	79,9	297.300	554.200	86,4		
	Oferta empregados	04/10/93	20,0	20,0	44.300	44.300			
	Total		99,9	99,9	999.000	341.600	598.500	75,2	0,6
24 - Oxiteco <sup>e</sup>	Leilão ord./pref.	15/09/93	15,2	15,2	46.000	53.900	0,0	1,2	

(continua)

Empresa	Tipo de oferta	Data do leilão <sup>a</sup>	Ofertado (% do capital total)	Vendido (% do capital total)	Patrimônio líquido do setor público federal na empresa em 31/12/88 (US\$ mil)	Preço mínimo de venda <sup>b</sup> (US\$ mil)	Preço total de venda (US\$ mil)	% Ágio	Relação preço de venda/patrimônio líquido
25 - PQU	Leilão ordinárias	24/01/94	100,0		136.000	269.900	269.900	0,0	2,0
	Total				3.395.670	5.951.492	7.070.452	18,8	2,1

FONTES: Andima (1993, Tabela I) e Mello (1992).

<sup>a</sup> Data do leilão ou encerramento do período de ofertas.

<sup>b</sup> Pelo dólar da data da liquidação financeira da operação.

<sup>c</sup> As sobras de preferências da Usiminas ainda não têm destinação definida.

<sup>d</sup> Patrimônio líquido de dezembro de 1990 retirado de Mello (1992).

<sup>e</sup> Patrimônio líquido de 31/12/91 retirado de Petroquisa, Relatório 1991. Câmbio Cr\$/US\$ de 31/12/91 = 1.057.

<sup>f</sup> Dados preliminares.

TABELA 6

## Redução da dívida pública por moedas usadas na privatização

(Valores expressos em US\$ mil)<sup>a</sup>

	Debêntures Siderbrás	Certificados de privatização	OFND	Créditos securitizados	TDA	Extensa MYDFA BIB NMB	Letras, hipotecárias CEF	NCz\$ <sup>c</sup>	Cr\$	Total
Estoque potencial <sup>b</sup>	3.000	1.314	750	2.193	595	37.602	813	12	0	46.289
Total utilizado	1.190	1.228	592	2.225	452	96	285	12	177	6.528
Saldo a utilizar	1.810	86	158	0	143	37.506	528	0		39.761

FONTES: BNDES (1993) e Andima (1993).

<sup>a</sup> O valor em cruzeiros obtido pela venda das ações foi convertido em dólares pela taxa de câmbio comercial de venda do dia da liquidação financeira do leilão.

<sup>b</sup> Foram desconsiderados possíveis vazamentos dos estoques de moedas de privatização como resgates e aquisição de certificados de privatização com cessão de créditos.

<sup>c</sup> Apenas cruzados novos utilizados.

Essa segunda fase do programa de privatização brasileiro tem sofrido muitas críticas, concentradas principalmente na questão das chamadas "moedas podres" e nos efeitos danosos à eficiência alocativa, e tem sido alvo de grande resistência política, advinda preponderantemente de grupos ligados direta ou indiretamente às próprias empresas estatais.

A obrigação de utilização dos recursos do programa de privatização para quitação das dívidas do governo está baseada no receio do legislador no sentido de que as receitas do programa venham a desaparecer no sorvedouro de recursos em que se transformou o governo federal, com conseqüências indesejáveis sobre o déficit futuro. Mas essa regra esteve inspirada principalmente pelas circunstâncias do plano de estabilização concebido em março de 1990.

Ao assumir, o presidente Collor trocou a moeda do Brasil de cruzado novo para cruzeiro e tornou indisponíveis aproximadamente US\$ 35 bilhões de poupança financeira do setor privado, que ficaram bloqueados até setembro de 1991, quando começaram a ser devolvidos a seus titulares em 12 prestações mensais. Antes desse prazo, tais recursos só poderiam ser utilizados para finalidades muito específicas, como o pagamento de impostos e a aquisição de ações de empresas privatizadas. A desconfiança dos poupadores acerca de sua devolução futura seria uma poderosa aliada para sua utilização no programa de privatização, ainda que em condições desfavoráveis, abrindo ótimas oportunidades de negócios para o governo.

Na medida em que, no biênio 1990/91, se esperava arrecadar US\$ 17 bilhões com a venda de empresas estatais, meta largamente anunciada, o estoque de cruzados novos e certificados de privatização,<sup>12</sup> somando US\$ 42 bilhões, era mais do que suficiente para garantir a oferta privada de fundos domésticos para o programa. A estratégia do governo não funcionou porque o início do programa de privatização foi sendo sistematicamente adiado. O governo subestimou o período de tempo necessário para a montagem de um programa transparente, com regras bem definidas e politicamente viáveis. Enquanto isso, durante o ano de 1990 e nos primeiros meses de 1991, foram sendo feitas, por iniciativa do próprio governo, diversas liberações de cruzados novos para casos específicos, como parte das poupanças das pessoas de mais de 65 anos, ou por causa do cumprimento de sentenças judiciais, ou ainda para pagamento de tributos. Quando o programa começou, em outubro de 1991, a devolução da primeira parcela dos cruzados novos já havia sido efetuada, o montante originalmente retido já se encontrava consideravelmente diminuído e o incentivo para sua utilização no programa já tinha praticamente desaparecido.

A consciência de que, dado o inesperado atraso do programa, essas duas moedas não seriam mais capazes de garantir a demanda levou o governo a ir ampliando a lista dos títulos aceitos para pagamento. Na medida em que os diversos títulos da dívida eram negociados no mercado secundário com deságios substancialmente diferentes, os anúncios de inclusão no programa deram margem a substantivas transferências de riqueza. A maioria das críticas à aceitação das moedas podres, no

---

12 Os certificados de privatização, criados também pelo programa de estabilização Collor I, são títulos de aquisição compulsória pelo sistema financeiro para utilização na privatização.

entanto, parte de princípios discutíveis, como, por exemplo, de que seria possível arrecadar o mesmo montante de recursos caso as empresas fossem vendidas por cruzeiros, ou de que o governo poderia recomprar sua dívida pelo valor do mercado secundário, ou ainda de que essa dívida não deveria ser paga no futuro próximo.

Por diversas razões, mas principalmente por causa do desconto imposto de 25%, os títulos da dívida externa praticamente não vêm sendo utilizados como meio de pagamento. A Tabela 6 mostra o estoque potencial e o estoque de princípio de 1994 de todos os títulos da dívida admitidos. Pode-se perceber que o estoque de títulos da dívida interna estava praticamente extinto e o estoque de títulos da dívida externa praticamente inalterado.

## 5 - Conclusões

O objetivo deste trabalho foi fazer uma avaliação da contribuição que o programa de privatização brasileiro poderia dar para amenizar o tamanho do ajuste fiscal requerido pela economia. Da análise precedente podemos concluir que tal contribuição não deve ser muito grande por diversas razões. Vimos que o valor do patrimônio total de propriedade do governo nas empresas estatais era de aproximadamente US\$ 29 bilhões em janeiro de 1994 e que não tem sido possível até agora arrecadar muito mais do que o patrimônio líquido das empresas alienadas. Algumas das empresas incluídas nesse total não poderiam ser alienadas sem revisão constitucional ou mesmo rapidamente.

Preocupações com questões de eficiência alocativa têm orientado a venda das empresas em separado para evitar a transferência de grande poder de mercado ao setor privado. Assim, por exemplo, os setores petroquímico e de fertilizantes foram desmembrados da Petrobrás e suas empresas privatizadas em separado. Por isso, a receita arrecadada em todas essas operações é de propriedade da respectiva controladora, a Petrobrás, e não do Tesouro Nacional, reduzindo consideravelmente o impacto da privatização sobre as finanças da União.

Uma forma de contornar esse problema seria a venda da participação do Tesouro nas controladoras, mas tal política estaria em desacordo com a promoção da eficiência alocativa. No caso da Petrobrás e da Telebrás, esse curso de ação seria limitado por norma constitucional. O valor de mercado das quatro maiores controladoras setoriais em 6/4/94 era de US\$ 18,6 bilhões, com um passado de flutuações substanciais e bruscas. Desse total, US\$ 8,6 bilhões referiam-se a ações preferenciais e à parte em ações ordinárias que excediam ao necessário para manutenção do controle.

A alternativa de vender apenas as ações das controladoras sem direito a voto ou os excedentes ao necessário à manutenção do controle permitiria uma arrecadação relativamente menor, já que, como se pôde observar na Tabela 5, os ágios de venda sobre os preços mínimos são maiores nos leilões envolvendo o controle. Por outro lado, vender primeiro o controle e aguardar a valorização das ações para vender o resto tem os mesmos inconvenientes sobre a eficiência alocativa que a venda do total da participação da União nas controladoras.



A parceria entre o Estado brasileiro e os setores privados nacional e estrangeiro tem-se constituído num importante entrave ao programa de privatização. É grande a interferência da justiça em quase todas as etapas das vendas, retardando muito o andamento dos processos. A mera observação da lista de sócios das empresas com venda agendada não permite antever uma redução nessa interferência. Não é, razoável, portanto, esperar que o programa venha a ser implementado num ritmo muito mais rápido no futuro.

A alternativa de não mais aceitar títulos da dívida como forma de aumentar a arrecadação pode não ter o efeito desejado. O preço de venda das empresas não é determinado pelas moedas aceitas como pagamento, e sim pela disputa entre os eventuais compradores no leilão. O fato de que as empresas são pagas com títulos da dívida não exclui ninguém do leilão. Eventuais candidatos que não sejam credores do governo podem adquirir esses títulos e até mesmo, em alguns casos, suas opções de compra. Esse argumento é válido para títulos da dívida ou qualquer outra moeda com um valor diferente do cruzeiro. O único ponto a ressaltar aqui é que, caso moedas diferentes sejam aceitas como pagamento, a pior moeda, mais “desagiada”, expulsará a melhor.

Também as consultoras encarregadas de fixar os preços conhecem as regras do programa e, sabendo que as empresas vão ser pagas com títulos “desagiados”, fixam preços mínimos mais altos, o que contribui para dar a impressão de que a arrecadação é insuficiente. Certamente, se as empresas já privatizadas tivessem sido vendidas por cruzeiros, os preços alcançados seriam menores, ao passo que o número de liquidações seria maior.

Embora, como dissemos, o preço de cada empresa privatizada dependa do grau de disputa entre os interessados, algumas vezes a pequenez do número de interessados é condicionada pela estrutura oligopolizada da indústria. Nesses casos, a fixação de preços mínimos pelas consultoras encarregadas da avaliação assume uma importância muito maior do que quando há disputa entre os interessados.

A dívida líquida do setor público federal fora das estatais que o programa de privatização procura ajudar a diminuir era de US\$ 42,3 bilhões em agosto de 1993 [Bacen (1993a)]. Mas é conveniente lembrar que, como o alienante não é a União, frequentemente a privatização não tem o efeito de reduzir a dívida e sim de alongar o seu perfil, já que o governo tem que emitir novos títulos da dívida em favor das controladoras setoriais. Algumas vezes, esses títulos são negociados com as controladoras em troca do cancelamento de suas dívidas e outros créditos a receber do Tesouro.

As vendas realizadas até agora praticamente exauriram o estoque de títulos da dívida interna que vinham sendo usados na privatização. Por isso, o governo tem anunciado a intenção de incluir novos títulos da dívida como moedas do programa, mencionando explicitamente os fundos de poupança compulsória de propriedade dos trabalhadores, o FGTS, com um estoque aproximado de US\$ 26 bilhões, e o PIS/Pasep [Gazeta Mercantil (20/7/93)]. Isto representa um considerável avanço, na medida em que beneficia os trabalhadores que também são credores do governo. Entretanto, tais medidas não trazem alívio ao caixa da União. Pelo contrário, poder-se-ia imaginar uma regulamentação para a utilização de recursos por parte

dos trabalhadores que permitisse saques aos quais atualmente não têm direito, só vindo a ter no futuro, na hipótese de demissão ou aposentadoria.

No que diz respeito aos efeitos indesejáveis do programa sobre a eficiência alocativa, pudemos depreender da experiência brasileira que realizar vendas para compradores diferentes é mais importante do que separar as empresas de seus grupos antes da venda. A nova indústria privatizada deve ter um padrão de concentração compatível com o existente nos países com os quais pretendemos concorrer no mercado internacional.

A resistência política à privatização no Brasil tem-se concentrado, como dissemos, nas próprias empresas estatais às quais se associam, naturalmente, os segmentos do setor privado beneficiados pela permanência da propriedade pública em determinados setores-chave da economia. Entretanto, outros setores da sociedade civil poderiam ser prejudicados ou beneficiados pelo programa, dependendo de seus efeitos sobre o nível de eficiência dos preços praticados nas empresas privatizadas.

Concluímos que a contribuição que o programa de privatização pode dar para o ajuste fiscal não é grande, pois sozinha ela não poderia de nenhuma maneira substituí-lo nem mesmo amenizá-lo de forma significativa. Reconhecer isso não significa defender o fim da privatização mas apenas adequá-la a seus fins maiores. Para o país, a verdadeira vantagem da realização de um programa de privatização deve ser buscada na esfera da microeconomia. É a eficiência do sistema econômico que está em jogo. A eficiência na gestão da coisa pública e a eficiência do setor privado. Preocupações excessivas com a arrecadação de recursos podem levar a resultados indesejados.

Preocupado com o nível da arrecadação de receitas, o governo poderia tentar vender as empresas rapidamente. Nesse caso, o custo da obtenção rápida de recursos recairia futuramente sobre o setor privado. O setor público produtivo não pode e não deve ser alienado rapidamente. Devemos manter as modelagens para cada caso e o compromisso de pelo menos continuar tentando melhorar o padrão de eficiência alocativa da economia. Em suma, é difícil pedir ao programa de privatização que dê uma contribuição substantiva para as angústias da política econômica de curto prazo.

## Anexo

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>I - GRUPO PETROBRÁS</b>					
I.1 - Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobrás)					
	União	0,51			
	BNDES	0,16			
	FND	0,03			
	Outros	0,30	2.392		2.392
I.2 - Álcalis do Rio Grande do Norte S.A.					
	União	0,08			
	Finor	0,45			
	Sudene	0,06			
	CNA	0,41	-1	-1	0
I.3 - Braspetro Oil Services Company					
	Braspetro	1,00			
	Outros	0,00	68		68
I.4 - Cia. Nacional de Álcalis (CNA)					
	Petroquisa	0,93			
	BNDES	0,07	16	16	0
I.5 - Cia. Petroquímica do Sul (Copesul)					
	Petroquisa	0,67			
	BNDESPAR	0,31	243	243	0
	Outros	0,02	0,78	0,78	0

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>I.6 - Fertilizantes Fosfatados S.A. (Fosfértil)</b>					
Petrofértil	0,77				
BNDESPAR	0,13				
CVRD	0,10				
Camig	0,02	0,72	199	199	0
<b>I.7 - Fertilizantes Nitrogenados do Nordeste S.A. (Nitrofértil)</b>					
Petrofértil	0,92				
Petrobrás	0,02				
Petroquímica	0,02				
União	0,02				
Outros	0,03	0,67	101		101
<b>I.8 - Goiás Fertilizantes S.A. (Goiásfértil)</b>					
Petrofértil	0,82				
BNDESPAR	0,18	0,75	45	45	0
<b>I.9 - Indústria Carboquímica Catarinense S.A. (ICC)</b>					
Petrofértil	0,98				
Outros	0,02	0,69	33		33
<b>I.10 - Interbrás Cayman Company</b>					
Interbrás	1,00				
Outros	0,00	0,70	67	67	0
<b>I.11 - Internor Trade Inc.</b>					
Interbrás	1,00	0,70	20	20	0
<b>I.12 - Petrobrás América Inc.</b>					
Braspetro	1,00	0,70	4		4

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
I.13 - Petrobrás Comércio Internacional S.A. (Interbrás)	Petrobrás	1,00			
	Outros	0,00	24	24	0
I.14 - Petrobrás Distribuidora S.A.	Petrobrás	1,00			
	Outros	0,00	277		277
I.15 - Petrobrás Fertilizantes S.A. (Petrofértil)	Petrobrás	1,00			
	Outros	0,00	13		13
I.16 - Petrobrás Internacional S.A. (Braspetro)	Petrobrás	1,00			
	Outros	0,00	37		37
I.17 - Petrobrás Mineração S.A. (Petromisa)	Petrobrás	1,00			
	Braspetro	1,00	234	234	0
			-2		-2
I.18 - Petrobrás Norge S.A.					
I.19 - Petrobrás Química S.A. (Petroquisa)	Petrobrás	1,00			
	Outros	0,00	61		61
I.20 - Petroflex Indústria e Comércio	Petroquisa	1,00			
			145	145	0
I.21 - Petroquímica União S.A. (PQU)	Petroquisa	0,68			
	Unipar	0,29			
	Intern. F. Co.	0,03			

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
I.22 - Seagull Trading Company	Outros	0,01	0,47	136	0
	Interbrás	0,99			
	Outros	0,01	0,69	4	0
I.23 - Ultrafértil S.A.	Petrofértil	1,00	0,70	156	0
<b>TOTAL GRUPO PETROBRÁS</b>			<b>4.271</b>	<b>1.288</b>	<b>2.983</b>
<b>II - GRUPO CVRD</b>					
II.1 - Cia. Vale do Rio Doce	União	0,51			
	FND	0,02			
	Outros	0,47	0,53	850	850
II.2 - Alumínio Brasileiro S.A. (Albrás)	Valenorte	0,51			
	Nippon Alum.	0,49	0,27	31	31
II.3 - Alumina do Norte S.A. (Alunorte)	Valenorte	0,46			
	Nippon Alum.	0,54	0,24	13	13

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em Janeiro de 1994 (US\$ milhões)
II.4 - Florestas Rio Doce S.A.	CVRD BB	1,00 0,00	71	71	71
II.5 - Itabira Internacional Company Ltd.	CVRD	1,00	-6	-6	-6
II.6 - Navegação Rio Doce Ltd.	Docenave CVRD	1,00 0,00	4	4	4
II.7 - Rio Doce América Inc.	CVRD	1,00	1	1	1
II.8 - Rio Doce Finance Ltda.	CVRD Outros	1,00 0,00	134	134	134
II.9 - Rio Doce Geologia e Mineração S.A. (Docegeo)	CVRD	1,00	1	1	1
II.10 - Rio Doce Internacional S.A.	CVRD Outros	1,00 0,00	1	1	1
II.11 - Rio Doce Ltda.	RDA	1,00	16	16	16
II.12 - Seamar Shipping Corporation	Docenave	1,00	95	95	95
II.13 - Vale do Rio Doce Navegação S.A. (Docenave)	CVRD Outros	0,97 0,03	68	68	68

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em Janeiro de 1994 (US\$ milhões)
II.14 - Valenorte-Alumínio Ltda.	CVRD	1,00	-39		-39
II.15 - Valesul-Alumínio S.A.	CVRD Shell Brasil	0,55 0,45	31		31
<b>TOTAL GRUPO CVRD</b>			<b>1.271</b>	<b>0</b>	<b>1.271</b>
<b>III - GRUPO TELEBRÁS</b>					
III.1 - Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebrás)	União FND Outros	0,42 0,15 0,43			267
III.2 - Cia. de Comunicações do Rio de Janeiro (Cotel)	Telebrás Telerj Gov. Est. Rio Ceasa RJ Outros	0,65 0,16 0,07 0,00 0,11		59	59
III.3 - Cia. Pontagrossense de Telecomunicações (CPT)	Telepar Telebrás Outros	0,71 0,16 0,13		4	4

(continua)



	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
III.4 - Cia. Telefônica da Borda do Campo (CTBC)	Telesp Telebrás Outros	0,73 0,08 0,19	0,38	73	73
III.5 - Cia. Telefônica de Paranaguá (Cotelpa)	Telebrás Telepar Outros	0,46 0,27 0,27	0,37	2	2
III.6 - Cia. Telefônica Melhoramentos e Resistência (CTMF)	Telebrás Outros	0,80 0,20	0,46	8	8
III.7 - Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. (Embratel)	Telebrás Telesp Outros	0,91 0,08 0,01	0,55	599	599
III.8 - Telecomunicações da Bahia S.A. (Telebahia)	Telebrás Outros	0,93 0,07	0,53	148	148
III.9 - Telecomunicações da Paraíba S.A. (Telpa)	Telebrás BB Finor Sudene Outros	0,73 0,06 0,04 0,03 0,14	0,51	27	27

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
III.10 - Telecomunicações de Alagoas S.A. (Telasa)	Telebrás BB Outros	0,91 0,03 0,05		23	23
III.11 - Telecomunicações de Brasília S.A. (Telebrasil)	Telebrás Gov. DF Outros	0,79 0,12 0,09	72		72
III.12 - Telecomunicações de Goiás S.A. (Telegoiás)	Telebrás Outros	0,94 0,06	58		58
III.13 - Telecomunicações do Mato Grosso do Sul S.A. (Telems)	Telebrás Outros	0,95 0,05	39		39
III.14 - Telecomunicações do Mato Grosso S.A. (Telemat)	Telebrás Outros	0,95 0,05	27		27
III.15 - Telecomunicações de Minas Gerais S.A. (Telemitg)	Telebrás Outros	0,89 0,11	172		172
III.16 - Telecomunicações de Pernambuco S.A. (Telpe)	Telebrás BB Outros	0,88 0,02 0,10	74		74

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
III.17 - Telecomunicações de Rondônia S.A. (Teleron)	Telebrás Gov. RO Outros	0,93 0,01 0,07	0,53	24	24
III.18 - Telecomunicações de Roraima S.A. (Telaima)	Telebrás Outros	0,86 0,14	0,49	4	4
III.19 - Telecomunicações de Santa Catarina S.A. (Telesc)	Telebrás Cia. Des. SC Outros	0,86 0,05 0,09	0,49	74	74
III.20 - Telecomunicações de São Paulo S.A. (Telesp)	Telebrás Telebrj Outros	0,71 0,13 0,16	0,46	813	813
III.21 - Telecomunicações de Sergipe S.A. (Telergipe)	Telebrás Finor Outros	0,72 0,18 0,10	0,59	23	23
III.22 - Telecomunicações do Acre S.A. (Telacre)	Telebrás Finam Gov. AC Outros	0,94 0,01 0,01 0,04	0,54	6	6

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
III.23 - Telecomunicações do Amapá S.A. (Telamapá)	Telebrás Finam Gov. Amapá Outros	0,79 0,11 0,03 0,07	5		5
III.24 - Telecomunicações do Amazonas S.A. (Telamazon)	Telebrás Gov. AM Outros	0,77 0,05 0,18	30		30
III.25 - Telecomunicações do Ceará S.A. (Teleceará)	Telebrás Gov. CE Outros	0,66 0,06 0,28	45		45
III.26 - Telecomunicações do Espírito Santo S.A. (Telést)	Telebrás Outros	0,92 0,08	48		48
III.27 - Telecomunicações do Maranhão S.A. (Telma)	Telebrás Finor Outros	0,88 0,08 0,04	40		40
III.28 - Telecomunicações do Pará S.A. (Telepará)	Telebrás Gov. PA BB CVRD	0,77 0,01 0,04 0,01			

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
III.29 - Telecomunicações do Paraná S.A. (Telepar)					
	Finam	0,07			
	Outros	0,10	53		53
	Telebrás	0,73			
	Gov. PR	0,07			
	Embratel	0,02			
	Outros	0,18	158		158
III.30 - Telecomunicações do Piauí S.A. (Telepisa)					
	Telebrás	0,80			
	BB	0,03			
	Finor	0,08			
	Outros	0,09	23		23
III.31 - Telecomunicações do Rio de Janeiro S.A. (Telerj)					
	Telebrás	0,81			
	Outros	0,19	377		377
III.32 - Telecomunicações do Rio Grande do Norte S.A. (Telern)					
	Telebrás	0,70			
	Embratel	0,03			
	Gov. RN	0,03			
	Finor	0,10			
	Sudene	0,03			
	Outros	0,07	24		24
<b>TOTAL GRUPO TELEBRÁS</b>			<b>3.403</b>	<b>0</b>	<b>3.403</b> (continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>IV. - GRUPO SIDERBRÁS</b>					
<b>IV.1 - Siderurgia Brasileira S.A. (Siderbrás)</b>					
	União	0,99			
	Outros	0,01	-3.747	-3.747	0
<b>IV.2 - Aço Minas Gerais S.A. (Açominas)</b>					
	Siderbrás	1,00			
	Outros	0,00	999	999	0
<b>IV.3 - Aços Frios Piratini S.A. (AFP)</b>					
	Siderbrás	0,92			
	BB	0,02			
	Gov. RS	0,06			
	Outros	0,00	-71	-71	0
<b>IV.4 - Carbonífera Próspera S.A.</b>					
	CSN	0,81			
	Siderbrás	0,19			
	Outros	0,00	0	0	0
<b>IV.5 - Cia. Brasileira de Projetos Industriais S.A. (Cobrapi)</b>					
	Siderbrás	0,87			
	CSN	0,12			
	Outros	0,02	2	2	0
<b>IV.6 - Cia. Ferro e Aço de Vitória (Cofavi)</b>					
	Siderbrás	1,00			
	BNDES	0,00			
	Outros	0,00	54	54	0

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em Janeiro de 1994 (US\$ milhões)
IV.7 - Cia. Siderúrgica de Tubarão (CST)	Siderbrás Finsider Kawasaki	0,90 0,05 0,05	1.852	1.852	0
IV.8 - Cia. Siderúrgica Nacional (CSN)	Siderbrás Outros	1,00 0,00	-524	-524	0
IV.9 - Cia. Siderúrgica Paulista (Cosipa)	Siderbrás Outros	0,99 0,01	-476	-476	0
IV.10 - Fábrica de Estruturas Metálicas S.A. (FEM)	Siderbrás Outros	0,97 0,03	-11	-11	-11
IV.11 - Usina Siderúrgica da Bahia S.A. (Usiba)	Siderbrás Outros	0,97 0,03	24	24	0
IV.12 - Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. (Usiminas)	Siderbrás BNDES Nippon Usin. Outros	0,82 0,12 0,05 0,01	379	379	0
<b>TOTAL GRUPO SIDERBRÁS</b>			<b>-1.520</b>	<b>-1.509</b>	<b>-11</b>

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>V - GRUPO ELETROBRÁS</b>					
<b>V.1 - Centrais Elétricas Brasileiras (Eletrobrás)</b>					
	União	0,54			
	BNDES	0,22			
	FND	0,12			
	CEF	0,01			
	Outros	0,10	3.749		3.749
<b>V.2 - Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A. (Eletronorte)</b>					
	Eletrobrás	0,99			
	Outros	0,01	2.522		2.522
<b>V.3 - Centrais Elétricas do Sul do Brasil S.A. (Eletrosul)</b>					
	Eletrobrás	1,00			
	Outros	0,00	997		997
<b>V.4 - Cia. Hidroelétrica do São Francisco (Chesf)</b>					
	Eletrobrás	1,00			
	Outros	0,00	1.723		1.723
<b>V.5 - Espírito Santo Centrais Elétricas S.A. (Escelsa)</b>					
	Eletrobrás	0,77			
	Gov. Est. ES	0,19			
	Municípios	0,04			
	Outros	0,00			
	CVRD	0,00	108		108
<b>V.6 - Furnas Centrais Elétricas S.A.</b>					
	Eletrobrás	1,00	2.206		2.206

(continua)



	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>V.7 - Serviços de Eletricidade S.A. (Light)</b>					
	Eletrobrás	0,82			
	Outros	0,10			
	BNDES	0,08	1.073		1.073
<b>TOTAL GRUPO ELETROBRÁS</b>			12.378	0	12.378
<b>VI - GRUPO RFFSA</b>					
<b>VI.1 - Rede Ferroviária Federal S.A. (RFFSA)</b>					
	União	0,69			
	BNDES	0,21			
	Outros	0,10	5.201		5.201
<b>VI.2 - Cia. Brasileira de Trens Urbanos (CBTU)</b>					
	RFFSA	1,00	1.014		1.014
<b>VI.3 - Empresa de Trens Urbanos de Porto Alegre S.A. (Transurb)</b>					
	RFFSA	0,64			
	EBTU	0,29			
	Gov. EST. RS	0,05			
	Outros	0,02	56		56
<b>VI.4 - Rede Federal de Armazéns Gerais Ferroviários S.A. (Agel)</b>					
	RFFSA	1,00	8		8
	Outros	0,00			
<b>TOTAL GRUPO RFFSA</b>			6.279	0	6.279 (continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>VII - GRUPO PORTOBRÁS</b>					
VII.1 - Empresa de Portos do Brasil S.A. (Portobrás)	União	1,00	126		126
VII.2 - Cia. Docas do Ceará (CDC)					
	Portobrás	0,99			
	Bandece	0,01			
	Prefeituras	0,00	0,99	17	17
VII.3 - Cia. Docas do Espírito Santo (Codessa)					
	Portobrás	0,85			
	Gov. ES	0,15			
	Aracruz Cel.	0,00	0,85	14	14
VII.4 - Cia. Docas do Estado da Bahia (Codeba)					
	Portobrás	0,94			
	Gov. BA	0,06	0,94	39	39
VII.5 - Cia. Docas do Estado de São Paulo (Codesp)					
	Portobrás	1,00			
	Outros	0,00	1,00	103	103
VII.6 - Cia. Docas do Maranhão (Codomar)					
	Portobrás	1,00			
	Outros	0,00	1,00	18	18
VII.7 - Cia. Docas do Pará (CDP)					
	Portobrás	1,00	1,00	7	7

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
VII.8 - Cia. Docas do Rio de Janeiro (CDRJ)	Portobrás 0,99 Outros 0,01	0,99	119		119
VII.9 - Cia. Docas do Rio Grande do Norte (Codern)	Portobrás 1,00 Outros 0,00	1,00	13		13
<b>TOTAL GRUPO PORTOBRÁS</b>			457	0	457
<b>VIII - GRUPO INB</b>					
VIII.1 - Industrias Nucleares do Brasil S.A. (INB)	Chen 1,00 Outros 0,00	1,00	544		544
VIII.2 - Nuclebrás Auxiliar de Mineração S.A. (Nuclam)	INB 0,51 Urangelsells 0,49	0,51	-1		-1
VIII.3 - Nuclebrás de Monazita e Associados Ltda. (Nuclemon)	INB 1,00	1,00	13		13
VIII.4 - Nuclebrás Equipamentos Pesados S.A. (Nuclep)	INB 1,00 Outros 0,00	1,00	-25		-25

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
VIII.5 - Nuclebrás Enriquecimento Isotópico S.A. (Nuclei)					
	Nuclebrás	0,75			
	Interatom Int.	0,16			
	Steag Aktier	0,09	32		32
VIII.6 - Urânio do Brasil S.A.					
	INB	1,00			
	Outros	0,00	24		24
<b>TOTAL GRUPO INB</b>			586	0	586
<b>TOTAL GRUPOS EMPRESARIAIS</b>			27.125	-221	27.347
<b>IX - MINISTÉRIO DA AERONÁUTICA</b>					
IX.1 - Cia. Eletromecânica (Celma)					
	União	0,83			
	FND	0,04			
	Un. Tecnol.	0,13			
	Outros	0,00	19	19	0
IX.2 - Embraer Aircraft Corporation (EAC)					
	Embraer	1,00	7		7
IX.3 - Embraer Aviation Internacional (EAI)					
	Embraer	1,00	2		2

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
IX.4 - Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. (Embraer)	União FND BB Outros	0,20 0,09 0,04 0,67	20		20
IX.5 - Empresa Brasileira de Infra-Estrutura Aeroportuária (Infraero)	União	1,00	34		34
IX.6 - Indústria Aeronáutica Neiva S.A.	Embraer	1,00	1		1
IX.7 - Telecomunicações Aeronáuticas S.A. (Tasa)	União	1,00	19		19
<b>TOTAL MINISTÉRIO DA AERONÁUTICA</b>			102	19	83
<b>X - MINISTÉRIO DA AGRICULTURA</b>					
X.1 - Ceasa/PB		n.d.	n.d.		n.d.
X.2 - Ceasa/AL (Centrais de Abastecimento de Alagoas S.A.)	Cobal Gov. AL Pref. Maceió	0,50 0,47 0,03		0	0

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
X.3 - Ceasa/Campinas	Cobal 0,47 União 0,07 Pref. Campinas 0,46	0,54	0		0
X.4 - Ceasa/GO	União 0,51 Gov. GO 0,40 Pref. Goiânia 0,09	0,51	0		0
X.5 - Ceasa/PE	Cobal 0,78 Sudene 0,13 Gov. PE 0,08 Outros 0,01			3	3
X.6 - Ceasa/AM	n.d	n.d.	n.d.		n.d.
X.7 - Ceasa/ES	União 0,54 Gov. Est. ES 0,31 Vitória 0,08 Comdusa 0,06 Outros 0,01			1	1
X.8 - Ceasa/SE	Cobal 0,56 Super. Ag. Gov. SE 0,23 Gov. SE 0,16				

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
X.9 - Ceasa/PA	0,04 0,01 n.d.	0,80 n.d.	0 n.d.		0 n.d.
X.10 - Ceasa/PR	0,53 0,22 0,14 0,07 0,04				
	Prof. Aracaju Sudene				
	Cobal Copasa Badep Sec. Est. Ab. Outros				
X.11 - Ceasa/PI	0,51 0,36 0,10	0,53	2		2
	Cobal Gov. PI Outros				
X.12 - Ceasa/RS	0,52 0,23 0,24 0,00	0,51	0	1	1
	União Gov. RS Mun. Porto Alegre Outros				
X.13 - Ceasa/RN	0,75 0,25 0,00	0,75	0		0
	União Gov. RN Outros				

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
X.14 - Ceasa/SC	Cobal 0,68 Gov. SC 0,30 Fetaesc 0,02	0,68	0		0
X.15 - Ceasa/MS	Cobal 0,52 Agrosul 0,35 Pref. Campo Grande 0,13	0,52	0		0
X.16 - Cia. Brasileira de Alimentos (Cobal)	União 1,00	1,00	42		42
X.17 - Cia. Brasileira de Armazenamento (Cibrazém)	União 1,00	1,00	146		146
X.18 - Cia. Brasileira de Participação Agroindustrial (Brasagro)	BNCC 0,34 BNDES 0,09 BB 0,09 CVRD 0,09 Cibrazém 0,06 Outros 0,34	0,34	0		0
X.19 - Cia. de Promoção Agrícola (CPA)	Brasagro 0,51 Jadeco 0,49	0,51	1		1
<b>TOTAL MINISTÉRIO DA AGRICULTURA</b>		0,27	198	0	198

(continua)



	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>XI - MINISTÉRIO DA CIÊNCIA E TECNOLOGIA</b>					
XI.1 - Computadores e Sistemas Brasileiros S.A. (Cobra)	BB CEF BNDES Outros	0,31 0,31 0,32 0,06	13 13	0	13 13
<b>TOTAL MINISTÉRIO DA CIÊNCIA E TECNOLOGIA</b>					
<b>XII - MINISTÉRIO DAS COMUNICAÇÕES</b>					
XII.1 - Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (EBCT)	União	1,00	147	0	147 147
<b>TOTAL MINISTÉRIO DAS COMUNICAÇÕES</b>					
<b>XIII - MINISTÉRIO DO EXÉRCITO</b>					
XIII.1 - Indústria de Material Bélico do Brasil (Imbel)	União	1,00	39		39
XIII.2 - Prologo S.A. - Produtos Eletrônicos	Imbel	1,00	1		1

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>TOTAL MINISTÉRIO DO EXÉRCITO</b>			40	0	40
<b>XIV - MINISTÉRIO DA FAZENDA</b>					
XIV.1 - Acesita Energética S.A.	Acesita BB Outros	0,91 0,09 0,00	0,37	16	16
XIV.2 - ASA - Alumínio S.A. Extrusão e Laminação	CEF BB Outros	0,10 0,06 0,83	0,13	-2	-2
XIV.3 - Bantrade Companhia de Comércio Internacional	Meridional BERS Basc Outros	0,53 0,40 0,06 0,01	0,44	1	1
XIV.4 - BB Administradora de Cartões de Crédito S.A.	BB	1,00	0,41	0	0
XIV.5 - BB Corretora de Seguros e Administradora de Bens S.A.	BB	1,00	0,41	0	0
XIV.6 - BB-Tur Viagens e Turismo Ltda.	Bamb	1,00	0,41	1	1

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
XIV.7 - Casa da Moeda do Brasil (CMB)	União	1,00	96		96
XIV.8 - Açós Especiais Itabira (Acesita)	BB Bamb Outros	0,82 0,09 0,09	92	92	0
XIV.9 - Cia. Brasileira de Infra-Estrutura Fazendária (Infraz)	União BB Outros	0,89 0,03 0,08	-1		-1
XIV.10 - Cia. Paulista de Celulose (Copase)	União	1,00	0		0
XIV.11 - Forjas Acesita S.A. (Fasa)	Acesita BB Outros	0,84 0,16 0,00	-3	-3	0
XIV.12 - Instituto de Resseguros do Brasil (IRB)	Iapas Outros	0,50 0,50	160		160
XIV.13 - Meridional Artes Gráficas Ltda. (MAG)	Meridional Promonte Montepaci	0,95 0,03 0,02	1		1

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
XIV.14 - Meridional do Brasil - Informática Ltda.	Meridional Mer. Adm. Outros	0,97 0,02 0,00	1	1	1
XIV.15 - São José Armazéns Gerais Ltda.	Meridional Outros	1,00 0,00	0	0	0
XIV.16 - Serviço Federal de Processamento de Dados (Serpro)	União	1,00	59	59	59
XIV.17 - Turis - Turismo Sul Brasileiro Ltda.	Meridional MBI Mer. Adm. MFM Outros	0,50 0,30 0,16 0,03 0,01	0	0	0
<b>TOTAL MINISTÉRIO DA FAZENDA</b>			420	105	316
<b>XV - MINISTÉRIO DA HABITAÇÃO E BEM-ESTAR SOCIAL</b>					
XV.1 - Datamec S.A. - Sistemas e Processamento de Dados	CEF Outros	0,98 0,02	12	12	12

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>TOTAL MINISTÉRIO DA HABITAÇÃO E BEM-ESTAR SOCIAL</b>			12	0	12
<b>XVI - MINISTÉRIO DA INDÚSTRIA E DO COMÉRCIO</b>					
XVI.1 - Cia. Usinas Nacionais (CUN)					
	IAA	0,98			2
	Outros	0,02	2		
<b>TOTAL MINISTÉRIO DA INDÚSTRIA E DO COMÉRCIO</b>			2	0	2
<b>XVII - MINISTÉRIO DO INTERIOR</b>					
XVII.1 - Cia. Siderúrgica da Amazônia (Siderama)					
	União	0,19			
	Sudam	0,07			
	Siderbrás	0,06			
	Finam	0,63			
	Outros	0,95	4		4
<b>TOTAL MINISTÉRIO DO INTERIOR</b>			4	0	4

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>XVIII - MINISTÉRIO DA MARINHA</b>					
XVIII.1 - Empresa Gerencial de Projetos Navais (Emgepron)	União	1,00	1		1
<b>TOTAL MINISTÉRIO DA MARINHA</b>					
			1	0	1
<b>XIX - MINISTÉRIO DAS MINAS E ENERGIA</b>					
<b>XIX.1 - Centro de Pesquisas de Energia Elétrica (Cepel)</b>					
	Eletrobrás	0,88			
	Chesf	0,03			
	Eletronorte	0,03			
	Eletrosul	0,03			
	Furnas	0,03			
	Light	0,03	30		30
<b>XIX.2 - Cia. Auxiliar de Empresas Elétricas Brasileiras (Caeab)</b>					
	Eletrobrás	0,03			
	Petrobrás	0,03			
	CPRM	0,02			
	CVRD	0,02			
	Outros	0,89	1		1

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
XIX.3 - Cia. de Pesquisa de Recursos Minerais (CPRM)	União Outros	0,91 0,09	23		23
XIX.4 - Itaipu Binacional	Eletrobrás Ande	0,50 0,50	50		50
XIX.5 - Nuclebrás Engenharia (Nuclen)	União Siemens	0,75 0,25	1		1
<b>TOTAL MINISTÉRIO DAS MINAS E ENERGIA</b>			<b>104</b>	<b>0</b>	<b>104</b>
<b>XX - MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA E ASSISTÊNCIA SOCIAL</b>					
XX.1 - Empresa de Processamento de Dados da Previdência Social (Dataprev)	União Iapas	0,51 0,49	33		33
XX.2 - Hospital Cristo Redentor S.A.	União Conceição Outros	0,51 0,37 0,12	0	051	0

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>XX.3 - Hospital Femina S.A.</b>					
	União	0,51			
	Conceição	0,27			
	Outros	0,22	0		0
<b>XX.4 - Hospital Nossa Senhora da Conceição S.A.</b>					
	União	0,93			
	Outros	0,07	-4		-4
<b>TOTAL MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA E ASSISTÊNCIA SOCIAL</b>			28	0	28
<b>XXI - MINISTÉRIO DOS TRANSPORTES</b>					
<b>XXI.1 - Cia. de Navegação Lloyd Brasileiro (Lloydbrás)</b>					
	União	1,00			
	Outros	0,00	-283		-283
<b>XXI.2 - Empresa de Navegação da Amazônia S.A. (Enasa)</b>					
	União	1,00	15	15	0
<b>XXI.3 - Valec - Engenharia, Construções e Ferrovias S.A.</b>					
	União	1,00	64		64
<b>TOTAL MINISTÉRIO DOS TRANSPORTES</b>			-205	15	-220

(continua)



	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>XXII - SECRETARIA DE PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO</b>					
XXII.1 - Cia. Brasileira de Zinco (CBZ)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
XXII.2 - Cia. Brasileira de Cobre (CBC)	BNDSPAR 1,00	1,00	31	31	0
XXII.3 - Mafersa S.A.	BNDES 0,33 BNDSPAR 0,67 Outros 0,01	0,99	37	37	0
XXII.4 - Mineração Viçosa S.A.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
XXII.5 - Mineração Caraliba Ltda.	BNDSPAR 1,00 Outros 0,00	1,00	39		39
XXII.6 - Usiminas Mecânica S.A. (Usimec)	BNDES 0,98 Usiminas 0,01 Gov. MG 0,00 Outros 0,01	0,99	25	25	0
<b>TOTAL SECRETARIA DE PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO</b>			132	93	39
<b>TOTAL EMPRESAS SOB SUPERVISÃO MINISTERIAL</b>			999	232	767

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>XXIII - EMPRESAS TÍPICAS DE GOVERNO</b>					
XXIII.1 - Artesanato do Nordeste S.A. (Artene)	Sudene	1,00	0		0
XXIII.2 - Cia. de Colonização do Nordeste (Colone)	Sudene BNB Gov. MA	0,98 0,00 0,02	9		9
XXIII.3 - Cia. de Desenvolvimento do Nordeste (Codebar)	União Gov. PA Pref. Barbac.	1,00 0,01 0,00	12		12
XXIII.4 - Cia. Desenvolvimento de Roraima (Codessaima)	Roraima Suframa Finam	0,56 0,02 0,41	1		1
XXIII.5 - Cia. de Desenvolvimento do Vale de São Francisco (Codevasf)	União	1,00	33		33
XXIII.6 - Cia. de Financiamento da produção (CFP)	União	1,00	19		19
XXIII.7 - Cia. de Navegação do São Francisco (Franave)	União Gov. MG Gov. BA Outros	1,00 0,00 0,00 0,00	2	2	0

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
XXIII.8 - Cia. Nordeste de Sondagens e Perfurações (Conesp)	Sudene Outros	1,00 0,00	1,00 0		0
XXIII.9 - Empresa Brasileira de Assistência Técnica e Extensão Rural (Embrater)	União	1,00	5		5
XXIII.10 - Empresa Brasileira de Comunicação S.A. (Radiobrás)	União	1,00	12		12
XXIII.11 - Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária (Embrapa)	União	1,00	165		165
XXIII.12 - Empresa Brasileira de Planejamento de Transportes (Geipot)	União	1,00	4		4
XXIII.13 - Empresa Brasileira de Turismo (Embratur)	União	1,00	8		8
XXIII.14 - Empresa Brasileira de Trens Urbanos (EBTU)	União	1,00	537		537
XXIII.15 - Empresa Distribuidora de Filmes (Embrafilme)		n.d.	n.d.		n.d.
XXIII.16 - Hospital de Clínicas de Porto Alegre (HCPA)	União	1,00	15		15
XXIII.17 - Serviços de Navegação da Bacia do Prata S.A. (SNBP)	União	1,00	4	4	0
<b>TOTAL EMPRESAS TÍPICAS DE GOVERNO</b>					<b>825</b>

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
<b>XXIV - CONCESSIONÁRIAS ESTADUAIS DE ENERGIA</b>					
XXIV.1 - Centrais Elétricas de Goiás S.A. (Celg)	Eletrobrás Outros	0,09 0,91	0,08	20	20
XXIV.2 - Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. (Celesco)	Eletrobrás Outros	0,19 0,81	0,17	27	27
XXIV.3 - Centrais Elétricas do Pará (Celpa)	Eletrobrás Sudam Outros	0,11 0,03 0,87	0,12	20	20
XXIV.4 - Centrais Elétricas do Piauí (Cepisa)			n.d.	n.d.	n.d.
XXIV.5 - Centrais Elétricas Matogrossenses S.A. (Cemat)	Eletrobrás Outros	0,06 0,94	0,05	2	2
XXIV.6 - Cia. de Eletricidade de Brasília (CEB)	Eletrobrás Outros	0,05 0,95	0,04	4	4
XXIV.7 - Cia. de Eletricidade do Acre (Eletroacre)			n.d.	n.d.	n.d.
XXIV.8 - Cia. de Eletricidade da Bahia (Coelba)	Eletrobrás Outros	0,09 0,91	0,08	16	16

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
XXIV.9 - Cia. de Eletricidade do Rio de Janeiro (Cerf)	Eletrobrás Outros	0,17 0,83	25		25
XXIV.10 - Cia. de Gás de São Paulo (Comgás)	Cesp Outros	0,70 0,30	13		13
XXIV.11 - Cia. de Gás do Estado de Alagoas (Cealgás)	Ceal	1,00	0		0
XXIV.12 - Cia. Energética de Alagoas (Ceal)	Eletrobrás Outros	0,10 0,91	3		3
XXIV.13 - Cia. Energética de Minas Gerais (Cemig)	Eletrobrás Outros	0,13 0,87	129		129
XXIV.14 - Cia. Energética de Pernambuco (Celpe)	Sudene Eletrobrás Inera Outros	0,00 0,00 0,00 1,00	0		0
XXIV.15 - Cia. Energética de São Paulo (Cesp)	Eletrobrás Outros	0,12 0,88	261		261
XXIV.16 - Cia. Energética do Amazonas (Ceam)	Eletrobrás Outros	0,10 0,90	5		5

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
XXIV.17 - Cia. Energética do Ceará (Coelce)	Eletrobrás Sudene Outros	0,14 0,01 0,84	11	11	11
XXIV.18 - Cia. Energética do Maranhão (Cemar)	Eletrobrás Sudene Outros	0,04 0,02 0,93	0	0	0
XXIV.19 - Cia. Energética do Rio Grande do Norte (Cosem)	Eletrobrás Outros	0,05 0,95	2	2	2
XXIV.20 - Cia. Estadual de Energia Elétrica (CEEE)	Eletrobrás Outros	0,06 0,94	22	22	22
XXIV.21 - Cia. Paranaense de Energia (Copel)	Eletrobrás Outros	0,13 0,87	64	64	64
XXIV.22 - Cia. Paulista de Força e Luz (CPFL)	Eletrobrás Cesp Outros	0,07 0,75 0,17	41	41	41
XXIV.23 - Eletricidade de São Paulo S.A. (Eletropaulo)	Cesp Light Outros	0,00 0,49 0,51	0	0	0

(continua)

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Acionistas (em % do capital total)	% do capital da União direta e indireta em 31/12/88	Valor do patrimônio da União em 31/12/88 (US\$ milhões)	Empresas privatizadas ou liquidadas	Patrimônio líquido do governo federal em janeiro de 1994 (US\$ milhões)
XXIV.24 - Empresa de Energia Elétrica de Mato Grosso do Sul (Energisul)	Eletrobrás	0,14			
	Furnas	0,02			
	Outros	0,84	12		12
XXIV.25 - Cia. Distribuidora de Energia de Sergipe (Energipe)	Gov. SE	0,84			
	Outros	0,16	0		0
XXIV.26 - Cia. de Gás de Minas Gerais (Gasmig)	Cernig	0,77			
	MGI	0,20			
	Prof. B. Hor.	0,03	0		0
XXIV.27 - S.A. de Eletrificação da Paraíba (Saelpa)	Eletrobrás	0,07			
	Sudene	0,01			
	Embratel	0,00			
	Outros	0,92	2		2
<b>TOTAL CONCESSIONÁRIAS ESTADUAIS DE ENERGIA</b>			679	0	679
<b>TOTAL GERAL</b>			29.628	17	29.613

Fonte: Sest (1989).

Notas: a) Os investimentos em subsidiárias e coligadas não foram descontados quando os dados dos balanços de 31/12/89 das subsidiárias ou coligadas não estavam disponíveis.

b) Foi feita a hipótese de que a categoria "outros" era composta de acionistas do setor privado.

c) Foi utilizada a seguinte taxa de câmbio para transformação dos valores de NCz\$ para US\$ 756,55 Cr\$/US\$. Câmbio comercial.

## Abstract

*This article analyses the Brazilian privatization program trying to identify what contributions it could make to the elimination of fiscal deficits. It contains an assessment of federal government networth in the country's state enterprises and also an analysis of the most probable impacts of the sales proceeds on federal government accounts. The main conclusion is that privatization can not substitute fiscal adjustment or make it considerably easier. The advantages of the program lie mainly in the improvements it could bring to the allocative efficiency and competitiveness of the Brazilian economy.*

## Bibliografia

- ABREU, M. P., WERNECK, R. *Privatization and regulation in Brazil: the 1990-1992 policies and the challenges ahead*. Rio de Janeiro: PUC, 1993, mimeo.
- ANDIMA – Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. *Retrospectiva 1992*. São Paulo, 1993.
- BACEN – Banco Central do Brasil. *Brasil – Programa Econômico*, n. 35, dez. 1992.
- . *Brasil – Programa Econômico*, n. 36, mar. 1993a.
- . *Brasil – Programa Econômico*, n. 39, dez. 1993b.
- BNDES. *Programa Nacional de Desestatização – Relatório de 1992*. Rio de Janeiro, 1993.
- CFD - Conselho Federal de Desestatização. *Relatório 1985-1989*. Brasília, 1990.
- GIAMBIAGI, F., PINHEIRO, A. C. Empresas estatais e o programa de privatização do Governo Collor. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 22, n. 2, ago. 1992.
- MARCEL, M. *La privatización de empresas públicas en Chile – 1985-88*. Santiago de Chile: Cicplan, jan. 1989 (Notas Técnicas, 125).
- MARTINS, L. *Estado capitalista e burocracia no Brasil pós-64*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.
- MELLO, M. A. R. F. *A privatização no Brasil: análise de seus fundamentos e experiências internacionais*. São Paulo: FEA/USP, 1992 (Tese de Doutorado).
- MENDES, J. C. Uma análise do programa brasileiro de privatização. *Revista da Comissão de Valores Mobiliários*, fev. 1987.
- . Uma análise do programa brasileiro de privatização: uma atualização. *Revista da Comissão de Valores Mobiliários*, set. 1988.



- PINHEIRO, A. C., OLIVEIRA, L. C. O programa brasileiro de privatização. *Perspectivas da Economia Brasileira*. Rio de Janeiro: IPEA, 1991.
- SERRA e BITRÁN. *Regulatory issues in the privatization of public utilities: theory and analysis of the case of Chile*. Trabalho apresentado no "Latin America 2000 Conference". Austin, Texas: University of Texas, Nov. 1993.
- SEST – Secretaria de Orçamento e Controle de Empresas Estatais. *Perfil das empresas estatais – 1989, ano-base 1988*. Rio de Janeiro, 1989.
- TREBAT, T. J. *Brazil's state-owned enterprises: a case study of the state as entrepreneur*. Cambridge University Press, 1983.
- VICKERS, J., YARROW, G. *Privatization: an economic analysis*. Cambridge, Massachusetts, 1988 (MIT Press Series on the Regulation of Economic Activity).
- WERNECK, R. Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 19, n. 1, p. 277-308, ago. 1989.

(Originais recebidos em julho de 1994. Revisitos em novembro de 1994.)