

de Mello, Marina Figueira

**Working Paper**

## Privatização e ajuste fiscal no Brasil

Texto para discussão, No. 317

**Provided in Cooperation with:**

Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

*Suggested Citation:* de Mello, Marina Figueira (1994) : Privatização e ajuste fiscal no Brasil, Texto para discussão, No. 317, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/186562>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PUC-RIO

TEXTO PARA DISCUSSÃO

N.º 317

**PRIVATIZAÇÃO E AJUSTE FISCAL NO BRASIL**

Marina Figueira de Mello (\*)

ABRIL 1994

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

## ÍNDICE

I - INTRODUÇÃO _____	2
SEÇÃO II - PRIVATIZAÇÃO E DÉFICIT PÚBLICO _____	4
SEÇÃO III - ESTIMATIVA DO VALOR DO PATRIMÔNIO DO GOVERNO FEDERAL NO SETOR PRODUTIVO ESTATAL _____	11
III.1 - O Ambiente Institucional _____	11
III.2 - Estimativa do Valor Patrimonial das Empresas Estatais _____	14
III.3 - A Avaliação do Valor de Mercado através da Bolsa de Valores _____	21
SEÇÃO IV - A AVALIAÇÃO DA VARIAÇÃO PATRIMONIAL CAUSADA PELA PRIVATIZAÇÃO. _____	25
IV.1 - A Experiência do Período 1979-1989 _____	25
IV.2 - O Programa de Privatização Iniciado em 1990 _____	28
V - CONCLUSÕES _____	39
VI - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS _____	44
ANEXO I (Tabela I) _____	45

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela II _____	20
Tabela III _____	22
Tabela IV _____	24
Tabela V _____	26
Tabela VI _____	31
Tabela VII _____	34

## **I - 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. Ou, pelo menos, sem ajuste fiscal, seria impossível implementar eventuais tentativas de desindexação da economia.

Esse inadiável ajuste vem sendo sucessivamente postergado por obstáculos de natureza política. Por um lado, é muito pequeno o espaço para cortes adicionais de despesas por parte do governo federal. No ano de 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-pessoal, inclusive gastos de investimento.<sup>1</sup>

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

---

<sup>1</sup> Banco Central do Brasil, [1992] Brasil Programa Econômico nº 35, dezembro.

Como consequência 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 do país. A redução obtida na dívida em relação a dezembro de 1992, quando ela era de 39,7% do PIB, deveu-se basicamente a redução da dívida externa. No período jan-nov 93, o déficit público nominal, medido pelas NFSP, alcançou 51,1% do PIB, <sup>2</sup> refletindo principalmente o enorme descontrole inflacionário do período e causando, por sua vez, o descontrole inflacionário, já que parte desse déficit não pôde ser adequadamente financiado. 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>3</sup>.

Esse expediente, que visa minorar os déficits de caixa, cria uma parceria indesejável entre o governo e a inflação porque quanto maior a taxa de inflação, menor será o prazo necessário no atraso das liberações. Esse expediente 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, com um déficit operacional estimado em cerca de US\$ 25 bilhões para 1994, o ajuste do desequilíbrio fiscal brasileiro só poderá ser enfrentado com sucesso se forem abertas muitas frentes de combate. Há que haver 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;

---

<sup>2</sup> Dívida total inclusive governos subnacionais e empresas estatais. Banco Central do Brasil, [1993] Brasil: Programa Econômico nº 39, dezembro.

<sup>3</sup> A inflação alta não tem tido o mesmo efeito depressivo sobre o valor real das receitas porque essas são indexadas.

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 desse 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 federal investido no setor produtivo estatal. Na quarta seção, 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 foram privatizadas. As principais conclusões sobre o possível impacto da privatização sobre as finanças públicas federais são apresentadas no final do trabalho.

## **Seção II - Privatização e Déficit Público**

Existe uma percepção equivocada, bastante generalizada, de que a privatização pode reduzir o déficit público. Essa percepção se deve ao fato de que o déficit do governo tem sido medido através do conceito de NFSP - Necessidades de Financiamento do Setor Público e, de acordo com essa medida, o déficit realmente se reduz quando o governo vende ativos, da mesma forma que aumenta quando o governo investe.

As NFSP 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. As receitas de um programa de privatização são somadas às receitas correntes do ano, diminuindo as necessidades de financiamento.

Mas, uma despesa de investimento significa adquirir o direito ao fluxo de renda futura que aquele 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 tem efeitos não apenas no ano presente, quando reduz as necessidades de financiamento do setor público, 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.

A mesma coisa 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 medida mais adequada do déficit do que as NFSP poderia ser obtida, por exemplo, através do DCG - Déficit Corrente do Governo, que não é afetado 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 e também não altera seu déficit corrente. É por isso

que é possível dizer que a privatização é um método de financiar o déficit do governo, mas não é uma maneira de eliminá-lo.<sup>4</sup>

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 as receitas do programa de privatização. Se as receitas 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 que foi privatizada. Se as receitas das vendas forem utilizadas no pagamento de dívidas do setor público, o impacto será neutro.

Se, por outro lado, o governo utilizar a receita da venda para novas inversões, o impacto fiscal será neutro, se a nova inversão tiver uma rentabilidade igual à antiga. O impacto fiscal será negativo, se a nova inversão tiver um rendimento menor que a antiga, e positivo, caso contrário.

---

<sup>4</sup> WERNECK, R. [1989] "Aspectos Macroeconômicos da Privatização no Brasil", Pesquisa e Planejamento Econômico, 19(1), Rio de Janeiro, agosto, pp.277-308.



Como dissemos, se a receita da privatização for utilizada para cobertura de gastos correntes, a privatização certamente aumentará o déficit no futuro. Medindo-se o déficit pelas NFSP, 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.

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 certamente têm implicações sobre a capacidade do governo de auferir renda no futuro e, conseqüentemente, têm impacto fiscal. Positivo, se a empresa for vendida por um valor maior do que o econômico, ou negativo, caso contrário.

Há várias razões pelas quais o Estado pode vir a se desfazer das empresas por um preço diferente do valor econômico que podem inclusive ser de natureza política. Em primeiro lugar, a avaliação das empresas pelo valor econômico, embora seja considerada a melhor técnica, não é a única, e também não é a melhor em qualquer circunstância.

Uma empresa pode ser avaliada também 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 que foram feitos pelo poder público nessas empresas. São comuns, em se tratando de empresas estatais, investimentos errados, orientados por critérios de natureza política, frequentemente 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, pelo valor que seria possível apurar caso a firma fosse liquidada e seus ativos postos à venda. É possível, e até mesmo frequente, 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 pelo **valor de mercado** 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. A avaliação com base no valor de mercado pode divergir, tanto do valor econômico,

quanto do valor patrimonial. Numa conjuntura de crise econômica, o valor de mercado, ou seja, o preço possível de venda, pode ficar abaixo do valor econômico. O valor de mercado depende ainda do tamanho do lote que está sendo negociado "vis-a-vis" o tamanho do mercado e o fato de o lote conter ou não o controle acionário.

Se as empresas são avaliadas por seu valor econômico, nas empresas 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 das empresas estatais 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<sup>5</sup>.

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>6</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 a fixação de preços muito altos, afugentando eventuais compradores.<sup>7</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 a 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>8</sup>

---

<sup>5</sup> 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, Novembro de 1993, Austin, Texas.

<sup>6</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>7</sup> Aparentemente foi esse o caso da COFAVI- Cia. de Ferro e Aço de Vitória (setembro de 1988) e da CBC-Cia. Brasileira de Cobre (outubro de 1988), em cujos leilões não se apresentaram quaisquer compradores, sob a alegação de que o preço estava muito alto.

<sup>8</sup> A reincorporação a Petrobras da fornecedora de matéria-prima para o setor de fertilizantes, Nitrofertel, e o anúncio da política de preços da nafta antes da venda da PQU foram o resultado de pressões políticas do tipo descrito.

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.

### **Seção III - Estimativa do Valor do Patrimônio do Governo Federal no Setor Produtivo Estatal**

#### **III.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 brasileiro. Se alguém tivesse 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 que foi efetivamente implantado no Brasil.

O Estado brasileiro, 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". Essas unidades independentes 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 brasileiros foram construídos a partir de controladoras setoriais que são sociedades de economia mista. Esse é o caso, por exemplo, dos grupos Petrobras, Eletrobras, Cvrtd e Telebras entre outros. As sociedades de economia mista são sociedades anônimas, de direito privado, frequentemente com ações negociadas em bolsa, cujo controle acionário é detido pelo Tesouro Nacional. Essas grandes controladoras detêm o controle, ou mesmo simples participação acionária, em outras empresas que lhes são subsidiárias ou coligadas.

Se a privatização brasileira visasse o levantamento de fundos para o Tesouro Nacional de uma forma direta, teríamos que vender a participação do Tesouro nas grandes controladoras setoriais: Petrobras; Eletrobras; Cvrtd e Telebras. 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, Telebras e Petrobras, a proteção constitucional impediria sua venda em bloco.

Assim sendo, a privatização brasileira vem sendo feita vendendo-se as empresas separadamente. Ocorre que nas diversas empresas que compõem os grandes grupos econômicos estatais, o Estado brasileiro associou-se de diversas maneiras ao capital privado. Em muitos empreendimentos, o Estado deteve o controle acionário das empresas e deixou o setor privado com participações minoritárias. Mas essa 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 Bndes - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, por exemplo, adquirir participações minoritárias em empresas privadas como uma forma de conceder financiamento a seu desenvolvimento.

O Estado brasileiro associou-se também em algumas dessas empresas ao capital estrangeiro, tendo concebido alguns 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 em quase a totalidade das empresas estatais onde diversos órgãos governamentais,

frequentemente 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 relativas a direitos de propriedade, inclusive na esfera judicial. Sempre há dirimir um sem número de questões envolvendo direitos de propriedade. É importante notar que essas disputas não têm ficado restritas às questões societárias. Elas tem envolvido 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 uma maneira geral, as controladoras setoriais foram criadas no Brasil após alguma discussão pública e ao amparo de legislação específica. A Petrobras, por exemplo, foi criada 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 empresas subsidiárias ou coligadas foram sendo criadas com um compromisso cada vez mais remoto com a motivação de intervenção relacionada à sua controladora.<sup>9</sup> Essas empresas mais novas, situadas na franja dos grupos estatais foram, por isso mesmo, indicadas frequentemente 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. Esse fato por si só seria suficiente

---

<sup>9</sup> MARTINS, L. [1985] Estado Capitalista e Burocracia no Brasil Pós-64, Editora Paz e Terra, Rio de Janeiro.

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 onde essas firmas operam.

O modelo de venda fragmentada adotado pela privatização brasileira dificulta a geração direta de recursos para o governo federal porque as empresas vendidas são subsidiárias ou coligadas das controladoras e, então, o verdadeiro vendedor não é o Tesouro Nacional e sim uma sociedade anônima da qual o Tesouro detém o controle, e, no caso da 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 brasileiro o mesmo atrativo que tem ou teve em outras economias onde as receitas de privatização frequentemente 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. Esse é um objetivo importante para cujo atingimento a privatização é notadamente eficaz porém, pouco atraente, na proposta curto-prazista de nossos governos.

### **III.2 - Estimativa do Valor Patrimonial das Empresas Estatais**

A seguir apresenta-se uma estimativa do valor do patrimônio do governo federal no setor produtivo estatal. Esse montante foi estimado com base no Perfil das Empresas Estatais publicado pela SEST - Secretaria de Orçamento e Controle de Empresas Estatais em 1989, contendo dados dos balanços das empresas do ano de



1988.<sup>10</sup> Nesse cadastro estão incluídas todas as empresas nas quais o Estado detinha o controle acionário em 1988, e não toda e qualquer empresa na qual o Estado 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 da SEST 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 empresas estatais incluídas no programa melhorou, com efeitos positivos sobre seus resultados, o que provavelmente aumentou o patrimônio líquido das empresas.

Também, recentemente, a aplicação da Lei 8200<sup>11</sup> permitiu a reavaliação dos ativos das sociedades anônimas corrigindo algumas distorções relativas a sub-indexação, 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.

---

<sup>10</sup> SEST - Secretaria de Orçamento e Controle de Empresas Estatais,[1989], Secretaria de Planejamento e Coordenação da Presidência da República, Perfil das Empresas Estatais - 1989, ano-base 1988 , Rio de Janeiro.

<sup>11</sup> Lei 8200 de 28/06/91 dispendo sobre a correção monetária das demonstrações financeiras

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 Nacional. Essa transferência foi mais frequente nas empresas do setor siderúrgico com o efeito de aumentar o patrimônio das empresas antes da venda.

Por outro lado, os últimos anos têm sido anos de profunda crise nas contas públicas e, por essa razão, nenhuma empresa estatal nova foi criada depois de 1988 e também não foi possível diminuir substantivamente a dívida das empresas estatais. 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.

Segundo o cadastro da SEST a União detinha o controle acionário de 258 empresas em 1988, assim distribuídas:

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

Desse total de 258, 37 empresas foram excluídas de nosso trabalho:<sup>12</sup> As outras 221 empresas foram incluídas. Como foi esclarecido, o cadastro da SEST contém

---

<sup>12</sup> 25 empresas do setor financeiro cuja contabilidade segue padrão diferente; 6 empresas de previdência e assistência social. São elas: 1) Fundação Banco do Brasil; 2) LBA - Fundação Legião Brasileira de Assistência; 3) FUNABEM - Fundação Nacional do Bem-Estar do Menor; 4) IAPAS - Instituto de Administração Financeira da Previdência e Assistência Social; 5) INAMPS - Instituto Nacional de Assistência Médica da Previdência Social e 6) INPS - Instituto Nacional da Previdência Social; 6 empresas de propriedade dos antigos territórios de Rondônia, Roraima e Amapá, sendo 2 empresas do setor produtivo estatal, distribuidoras de energia elétrica, 3 empresas típicas de governo e 1 empresa concessionária estadual de energia elétrica.

apenas as empresas nas quais a União detinha o controle acionário (maioria do capital com direito a voto) e não toda e qualquer empresa na qual o governo federal 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 as participações minoritárias da União.

Acreditamos que essa subestimativa foi praticamente afastada tendo em vista a metodologia utilizada no processamento das informações contábeis descrita abaixo. Considere o seguinte grupo de empresas:

C = controladora ou "holding"

S<sub>C</sub> = Subsidiária da controladora ou "holding"

C<sub>SC</sub> = Coligada (subsidiária da subsidiária)

Com o objetivo de eliminar a dupla contagem de patrimônios, foram somados os patrimônios líquidos de todas as empresas incluídas no cadastro depois de deduzidos seus investimentos em participações acionárias de outras empresas. Essas deduções, no entanto, não foram feitas quando o balanço das subsidiárias ou coligadas da empresa em questão não estivesse incluído no cadastro. Dessa forma as participações minoritárias foram computadas e, por essa razão, acreditamos ter minorado a desvantagem da utilização de um cadastro que só contém as empresas nas quais o governo federal detém o controle acionário.

Depois de calculado o patrimônio líquido de cada empresa da forma descrita acima procedeu-se à apuração da participação acionária do Tesouro direta e indireta em cada empresa de acordo com a seguinte metodologia:<sup>13</sup>

---

<sup>13</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 tabela I em Anexo.

Sendo:

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

$b_{ij}$  = participação da empresa  $j$  no capital da empresa  $i$

$T_j$  = Participação direta e indireta do Tesouro na empresa  $j$

Tem-se que:

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

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 em cada uma das empresas. (Ver coluna 3 da tabela I em anexo) Essa participação foi multiplicada então pelo patrimônio líquido de cada uma das empresas calculado da forma descrita acima obtendo-se então o valor do patrimônio líquido da União em todas as empresas em dólares. (Ver coluna 4 da tabela I). Do total obtido descontou-se o patrimônio das empresas que foram privatizadas ou liquidadas entre 1989 e janeiro de 1994.

Estimou-se assim em US\$ 29 628,00 milhões o valor total do patrimônio líquido do governo federal em 31/12/88. Desse total foram descontados US\$ 17 milhões

referentes à empresas que foram privatizadas ou liquidadas depois de 1988<sup>14</sup>, chegando-se ao total geral de US\$ 29 613 milhões em janeiro de 1994. Entre 1989 e janeiro de 1994 o governo federal privatizou ou liquidou um total de 33 empresas com patrimônios líquidos que somavam US\$ 4840 milhões (as 27 que detinham patrimônio líquido positivo em 1988) e US\$ 4823 milhões (as 6 que detinham patrimônio negativo em 1988, inclusive a controladora Siderbras com um patrimônio negativo de US\$ 3747 milhões). Devido a exclusão do cadastro não apenas de empresas com patrimônios positivos mas também de empresas com patrimônios negativos, o total diminuído do patrimônio total foi de apenas US\$ 17 milhões.

Como se pode observar o total restante de US\$ 29 613,00 bilhões 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 II a seguir contém, além do resumo da Tabela I, a estimativa da própria SEST, incluída no cadastro de 1988, do patrimônio líquido consolidado dos diversos grupos estatais independentemente da propriedade. Segundo essa estimativa, o patrimônio líquido dos grupos estatais somava US\$ 35,8 bilhões em 1988 o que nos permite concluir que o governo federal detinha, em média, 82% do valor do patrimônio líquido das empresas incluídas no cadastro.<sup>15</sup>

Como se pode observar na Tabela I todas as empresas do grupo Siderbras foram privatizadas restando ainda algumas operações pequenas a serem feitas dentro do processo de liquidação da Siderbras. Assim sendo, o setor público brasileiro já não tem praticamente nenhum interesse no setor siderúrgico. Muitas das dívidas da

---

<sup>14</sup> A lista de empresas que foram liquidadas ou privatizadas no período estão também registradas na tabela I do anexo.

<sup>15</sup> US\$ 29,6/ US\$ 35,9 bilhões = 82 %

**TABELA II**  
**ESTIMATIVA DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DO GOVERNO FEDERAL**

	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milhões) 31/12/88	Empresas Privatizadas ou Liquidadas ate jan/94	Patrimônio Líquido Governo Federal (US\$ milhões) em jan/94	Patrimônio Líquido Consolidado cadastro SEST por grupos (US\$ milhões) 31/12/88
<b>GRUPOS EMPRESARIAIS:</b>				
GRUPO PETROBRAS:	4271	1288	2983	7054
GRUPO CVRD:	1271	0	1271	2699
GRUPO TELEBRAS:	3403	0	3403	5706
GRUPO SIDERBRAS:	-1520	-1509	-11	-1555
GRUPO ELETROBRAS:	12378	0	12378	14305
GRUPO RFFSA:	6279	0	6279	6975
GRUPO PORTOBRAS:	457	0	457	704
GRUPO INB:	586	0	586	nd
<b>TOTAL GRUPOS EMPRESARIAIS</b>	<b>27125</b>	<b>-221</b>	<b>27347</b>	<b>35888</b>
<b>EMPRESAS SUBORDINADAS A MINISTÉRIOS:</b>				
AERONAUTICA	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	
HABITAÇÃO B.E SOC.	12	0	12	
IND. E COMÉRCIO	2	0	2	
INTERIOR	4	0	4	
MARINHA	1	0	1	
MINAS E ENERGIA	104	0	104	
PREVIDÊNCIA	28	0	28	
TRANSPORTES	-205	15	-220	
PLANEJAMENTO	132	93	39	
<b>TOTAL EMPRESAS DE MINISTÉRIOS</b>	<b>998</b>	<b>232</b>	<b>767</b>	
<b>ETG</b>	<b>825</b>	<b>6</b>	<b>820</b>	
<b>CONC DE ENERGIA:</b>	<b>679</b>	<b>0</b>	<b>679</b>	
		1\		
<b>TOTAL:</b>	<b>29628</b>	<b>17</b>	<b>29613</b>	

Fonte: Trata-se de um resumo da tabela I

\ Esse total é ligeiramente diferente da Tabela VI porque inclui algumas empresas privatizadas em 1989 e também empresas que foram liquidadas desde 1988.

Siderbras 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 a conclusão de que o valor do patrimônio líquido do governo federal em empresas estatais era de aproximadamente US\$ 29 bilhões em janeiro de 1994. Mas, seria possível vender as empresas pelo valor de seu patrimônio líquido? Por mais? Por menos? Para responder a essa pergunta 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 1991-1994. O resultado dessa avaliação é apresentado na seção III.3 a seguir. Em segundo lugar procedeu-se a análise da relação entre o patrimônio líquido e o preço obtido com a venda das empresas privatizadas, o que está apresentado na seção IV.

### **III.3 - A Avaliação do Valor de Mercado através da Bolsa de Valores**

Antes de apresentarmos a evolução da cotação das ações das quatro grandes controladoras setoriais: Petrobras; Cvrtd; Telebras e Eletrobras, na bolsa de valores procederemos a identificação da parte das ações dessas empresas que é de propriedade do governo federal.

Como dissemos, a venda de participações do governo federal nas controladoras representa receita para o Tesouro Nacional 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 III a seguir registra a participação do Tesouro Nacional e de cada uma das outras entidades do governo federal no capital das empresas em análise em 31/12/92. A tabela III

TABELA III

## 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 no. de ações em 31/12/92	% da Bndespar e do Bndes em no. de ações	Participação do Fnd em no. de ações	% da Cef em no. de ações	Total em % da União em ações
CVRD	1403,2	6732,4 ordinárias	31247893008	23798496000	76,0	1000910000	3,2	79,2
		preferenciais	17321989008	1093039000	6,3	39700000	0,2	6,5
		total	48569882016	24831535000	51,1	1040610000	2,1	53,3
ELETROBRAS	11520,8	36592,5 ordinárias	33219106351	19961785404	60,1	8791204301	26,5	99,4
		preferenciais	6239221849	1611671356	25,8	138457200	2,2	29,4
		total	39458328200	21573456760	54,7	8929661501	22,6	88,3
TELEBRAS	5397,0	13265,1 ordinárias	108031577990	62163408431	57,5			57,5
		preferenciais	168112612685	6506977439	3,9			3,9
		total	276144190675	68670385870	24,9			24,9
PETROBRAS	5992,4	12192,9 ordinárias	583970228	475291000	81,4			81,4
		preferenciais	422386969	37952000	9,0			9,0
		total	1006357197	513243000	51,0			51,0
<b>TOTAL</b>		<b>68782,9</b>						

Fonte: CVM - Comissão de Valores Mobiliários



contém ainda os dados contábeis do patrimônio líquido dessas empresas na mesma data.

Como se pode observar na tabela III, 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, a participação da União no número total de ações varia de 24,9% na Telebras a 88,3% na Eletrobras. A União detém ainda uma participação relativamente pequena no estoque de ações preferenciais. O percentual mais elevado em ações preferenciais é 29,4% na Eletrobras.

A tabela IV contém a cotação das ações dessas empresas na bolsa de valores nos dias 30/12/91, 30/12/92, 30/12/93 e em 06/04/94. 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 de abril de 1994.

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. A parte da União era US\$ 3,8 bilhões, como registrado na tabela IV. O patrimônio líquido contábil dessas empresas somava, nesta mesma data, US\$ 68,8 bilhões. Chama portanto a atenção o fato de que as ações dessas empresas tinham em 31/12/92 uma cotação bem inferior a seu valor patrimonial, ou seja, uma média de 14%. Entre dezembro de 1992 e abril de 1994 o valor da parte da União nessas empresas aumentou 384% em parte devido ao próprio processo de privatização. 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. O patrimônio líquido consolidado desses quatro grupos somava US\$ 29,8 bilhões de acordo com os

TABELA IV

**AVALIAÇÃO DA PARTE DA UNIÃO NO VALOR DE MERCADO DAS CONTROLADORAS ESTATAIS**

Empresa Holding	Tipo de Ação	Parte da União			Parte da União			Parte da União			Total das ações da União em %
		no valor de mercado em US\$ milhões em 30/12/91	no valor de mercado em US\$ milhões em 30/12/92	no valor de mercado em US\$ milhões em 30/12/93	no valor de mercado em US\$ milhões em 06/04/94	no valor de mercado em US\$ milhões em 30/12/93	no valor de mercado em US\$ milhões em 06/04/94	no valor de mercado em US\$ milhões em 30/12/93	no valor de mercado em US\$ milhões em 06/04/94		
CVRD	Ordinárias	1170	1213	2128	2431	79.2					
	Preferenciais	70	67	96	120	6.5					
	Total	1241	1280	2225	2551						
Elektrobras	Ordinárias	3713	1069	6773	10294	99.4					
	Preferenciais	212	127	376	602	29.4					
	Total	3925	1196	7149	10896						
Telebrás	Ordinárias	786	604	1798	2082	57.5					
	Preferenciais	117	116	224	256	3.9					
	Total	903	720	2022	2338						
Petrobrás	Ordinárias	1102	563	2666	2442	81.4					
	Preferenciais	176	84	356	383	9.00					
	Total	1278	647	3023	2825						
<b>TOTAL DA PARTE DA UNIÃO:</b>		7346	3842	14419	18610						
<b>VALOR TOTAL DAS EMPRESAS</b>		14692	9695	28367	34757						

Fontes: Centro de Informações da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, Comissão de Valores Mobiliários e BNDES - no. de ações da Eletrobras em 1993.

OBS: a) A cotação das ações preferenciais da Eletrobras foi calculada por média ponderada da cotação das ações Eletrobras Pna e Pnb pelas respectivas quantidades no ano de 1992 e como se fossem todas Pnb em 1993

b) A cotação das preferenciais da Eletrobras "A" em 1991 é de 19/12/91.

c) O dólar utilizado é o comercial de venda do dia da cotação:

19/12/91 - 1000,50; 30/12/91 - 1057,20; 10/07/92 - 3692,65; 30/12/92-12243,00; 30/12/93 - 320,92 e 06/04/94 - 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 a de 1992.

b) No caso da Eletrobras On, a cotação é de 11/12/92 e foi transformada para US\$ usando a cotação dessa mesma data.

dados da SEST apurados a partir dos balanços de 1988 (ver tabela II) 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.

#### **Seção IV - A Avaliação da Variação Patrimonial causada pela Privatização.**

##### **IV.1 - A Experiência do Período 1979-1989**

Desde 1979, quando foi criado o Programa Nacional de Desburocratização,<sup>16</sup> até o início do governo Collor, em março de 1990, o programa de privatização brasileiro transferiu ao setor privado o controle acionário total de 38 empresas (ver tabela V),

---

<sup>16</sup> Criado através do Decreto no. 83740 de 18/07/79

**RELAÇÃO ENTRE PATRIMÔNIO LÍQUIDO E PREÇO DE VENDA  
EMPRESAS PRIVATIZADAS 1981-1989**

EMPRESA	Patrimônio Líquido (US\$ mil) antes da privatização	Porcentagem 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: Química do Recôncavo	7960	48.70%	3877	Venda Direta	24/11/81	5061	nd	1.31
2: Cia. América Fabril	12168	nd	nd	Liquidação	nd	28756	nd	
3: Riocell	47044	nd	nd	Venda Direta	10/03/92	77542	nd	
4: Riocell Trade								
5: Celulose do Sul								
6: Florestal Riocell								
7: Tecidos Dona Izabel	8693	nd	nd	Concorrência	21/09/82	16898	nd	
8: Metodo - Org., Plan. e Adm.	107	nd	nd		01/06/82	11	nd	
9: Imbrapel	646	100.00%	646	Concorrência	27/05/92	3245	nd	5.02
10: Coperbo	30308	37.70%	11426	Venda Direta	28/12/82	24772	nd	2.17
11: OPALMA	5851	nd	nd	Concorrência	25/05/83	3055	nd	
12: Federal de Seguros	11405	nd	nd	Concorrência	20/04/83	7107	nd	
13: Nitriflex	5672	30.00%	1702	Concorrência	27/04/83	5372	nd	3.16
14: Cimento Portland Perus	-4165	100.00%	-4165	Concorrência	29/04/83	15879	nd	4.81
15: Estrada Perus Pirapora	163							
16: Força e Luz Criciúma	853	nd	nd		10/05/82	2076	nd	
17: José Olympio S.A	268	nd	nd	Leilão	16/04/84	281	nd	
18: Enclne								
19: Didacta								
20: LUFTALA	-4	nd	nd	nd	1984	2	nd	
21: Melhoramentos Blumenau	270	100.00%	270	Concorrência	0/08/86	420	nd	1.56
22: Nova América	36618	17.00%	6225	Leilão	09/06/87	15855	27.00%	2.55
23: Piratininga do Nordeste	1708	79.80%	1363	Concorrência	23/07/87	1428	6.10%	1.05
24: Máquinas Piratininga	3682	97.40%	3586	Concorrência	15/09/87	107	1.40%	0.03
25: ENGMATIC	-4627	nd	nd	Liquidação	18/11/87	3827	nd	
26: FERMAG	823	60.00%	494	Concorrência		853	nd	1.73
27: SIBRA	2568	63.52%	1631	Leilão		47609		
27.1-Venda do Controle		18.36%			11/04/88	29024	310.00%	
27.2-Venda p/ Acon. minor. vot.		9.36%			18/07/88	4380	5.40%	
27.3-Leilao Especial		35.80%			22/12/88	14205	13.20%	29.19
28: Aracruz Celulose	80592	17.13%	13805	Leilão	03/03/88	156200		
28.1-Venda de Capital Votante		13.68%			03/05/88	133800	19.00%	
28.2-Distribuição Secundária		4.00%			16/06/88	21000	nd	
28.3-Venda em Pregão		0.13%			03/03/88	1400	nd	11.31
29: CELPAG	52302	53.70%	28086	Leilão	09/05/89	72736	90.00%	2.59
30: Caraiiba Metais	810561	67.40%	546318	Leilão	24/08/88	89700	nd	
30.1-Venda do Controle		64.90%			24/08/88	87100	30.44%	
30.2-Distrib. Pref. classe E		2.50%			14/11/88	2600	nd	0.16
31: COSIM	15554	nd	nd		15/09/88	4123	nd	
32: CIMENTAL	-37833	nd	nd	Liquidação	21/09/89	59000	29.00%	
32.1-Leilao de Ativos					21/11/88	48900		
32.2- Ativos renascentes					13/03/89	9900		
32.3- Fazenda Sao Francisco					13/03/88	200		
33: CBC-Cia. Bras. de Cobre	31343	99.90%	31312			7216	0.00%	0.23
34: Cia. Bras. de Zinco								
35: Mineracao CARMEC								
36: Cia. de Celulose da Bahia	-226161	99.50%	-225030	Leilão	18/05/89	14409	14.28%	1.06
37: Cofavi	54759	99.51%	54490	Leilão	24/07/89	8214	0.00%	0.15
38: USIBA	24642	98.99%	24393	Leilão	03/10/89	54244	138.90%	2.22
VALOR TOTAL:	973768		500428			725998		1.45
TOTAL APENAS DAS EMPRESAS COM INFORMAÇÕES DISPONÍVEIS	914127		500428			523320		1.05

FONTE: RELATÓRIO 1985-1989 DO CONSELHO FEDERAL DE DESESTATIZAÇÃO, BRASÍLIA, 1990

nd = Não-disponível

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 Finac - Programa de Financiamento ao Acionista - 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 uma 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 tido o efeito de deprimir as receitas de vendas, mas teria impedido, por exemplo, que a Ferro-Ligas passasse a dominar 85% de seu mercado depois da aquisição de sua principal concorrente, a SIBRA, em 1988.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> WERNECK, R. [1989] "Aspectos Macroeconômicos da Privatização no Brasil" op.cit.

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 vendas foram suspensas por medidas judiciais, mas tais medidas foram tomadas por interessados na venda, principalmente acionistas minoritários. Quando o programa de privatização do presidente Collor foi lançado, em 1990, a população, de uma maneira geral, desconhecia o fato de que o país possuía experiência prévia com a privatização. Simplesmente, essas operações não eram vistas como privatização, porque as empresas envolvidas eram empresas originalmente privadas.

A comparação entre as receitas de vendas e o patrimônio líquido das empresas vendidas nessa primeira fase está registrada na tabela V. Nessa tabela, o valor do patrimônio líquido das empresas foi apurado no último balanço antes da venda. Infelizmente a participação da União nas empresas vendidas não estava disponível para todas as empresas e fizemos a comparação apenas para 18 empresas 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 no caso da Sibra, em que isso 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 acima.

#### **IV.2 - O Programa de Privatização Iniciado em 1990**

A Lei 8031 de 12/04/90 criou o Programa Nacional de Desestatização do governo Collor. Dentro desse programa, 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 setores escolhidos para integrar essa primeira fase foram principalmente os setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes.

A Lei 8031 estabelecia que as receitas do programa de privatização deveriam ser necessariamente aplicadas na quitação de dívidas do governo federal. 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 vem sendo aceitos por 100% de seu valor de face.

A Lei 8031 determina ainda que o capital estrangeiro fique limitado a 40% das ações com direito a voto, não podendo portanto adquirir o controle das empresas alienadas. Não há limites para a aquisição de ações preferenciais pelo capital estrangeiro. Futuramente,<sup>18</sup> 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 tem 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

---

<sup>18</sup> Decreto nº 724 de 19/01/93

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. Essas disputas, 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, tem preferência na compra, mas a legislação referente a participação dos estrangeiros na privatização os impedia de exercê-la.

A preocupação com questões de eficiência alocativa têm orientado, algumas vezes, as restrições quanto à participação de determinados compradores.<sup>19</sup> A Lei 8031 estabeleceu a possibilidade de criação da "golden share".<sup>20</sup> De uma maneira geral, 10% das ações de cada empresa tem sido oferecido para 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. (Tabela VI). Nesta tabela, o valor do patrimônio líquido de cada empresa é, sempre que disponível, o mesmo que foi 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 federal.

---

<sup>19</sup> Por exemplo, no caso da venda da Celma, uma 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%.

<sup>20</sup> No caso da Celma, a modelagem incluiu uma "golden share" com o objetivo de impedir que a empresa deixe o setor nos próximos dez anos, já que se trata de um monopólio, ainda que contestável.



TABELA VI

RELAÇÃO ENTRE PATRIMÔNIO LÍQUIDO E PREÇO DE VENDA  
EMPRESAS PRIVATIZADAS DE SET 1990-ABR 1993

Empresa	Tipo de Oferta	Data do Leilão \1	Ofertado % do capital total	Vendido % do capital total	Patrimônio Líquido do Set. Público Federal na Empresa (US\$ 1000) 31/12/88	Preço Mínimo de Venda (US\$ 1000) \2	Preço total de Venda (US\$ 1000)	% Agio	Relação Preço de Venda/ Pat. Lq.
1:Usiminas\3	Leilão Ord	24/10/91	37.6	37.6		973500	1112400		
	Leilão Pref	18/11/91	27.9	16.7		267300	264300		
	Ofert. Emp.	05/11/91	10.0	9.6		34700	34600		
	Ofert. Público	08/11/91	10.0	6.0		51400	51300		
	Opção minorias		8.8	8.8			28500		
	Total:		94.3	78.7	379000	1326900	1491100	12.4	3.9
2:Colma	Leilão ord.	01/11/91	79.1	86.1		72270	90700		
	Ofert. Emp.	01/10/91	10.0	3.0		400	400		
	Total:		89.1	89.1	19000	72670	91100	25.4	4.8
3:Maferasa	Leilão ord.pref	11/11/91	90.0	90.0		18477	48400		
	Ofert. Emp.	18/03/92	10.0	9.5		100	100		
	Sobras	26/03/92		0.5		300	300		
	Total:		100.0	100.0	37000	18877	48800	158.5	1.3
4:Cosinor 4>	Leilão ord.pref	14/11/91	89.8	89.8		11785	13600		
		16/03/92	10.0	0.0					
		30/03/92		10.0		1400	1400		
	Total:		99.8	99.8	4203	13185	15000	13.8	3.6
5:SNBP	Leilão ord.	14/01/92	90.0	90.0		7800	12000		
	Ofert. Emp.		10.0	0.0					
	Total:		100.0	90.0	4000	7800	12000	53.8	3.0
6:Indag SA 4>	Leilão ord.pref	04/02/92	35.0	35.0		6800	6800		
	Total:		35.0	35.0	3746	6800	6800	0.0	1.8
7: Piratini	Leilão ord.pref	17/02/92	86.1	86.1		42000	106200		
	Ofert. Emp.	22/05/92	9.9	9.5		1400	1400		
	Sobras	29/05/92		0.4		200	200		
	Total:		96.0	96.0	-71000	43600	107900	147.5	2.5
8:Petroflex SA	Leilão ord.	10/04/92	80.0	80.0		178600	215600		
	Ofert. Público	29/05/92	10.0	10.0		12500	12500		
		10/07/92	10.0	10.0		6100	6000		
	Total:		100.0	100.0	145000	197200	234100	18.7	1.6
9:Copesul	Leilão ord.	15/05/92	62.9	62.9		617118	797100		
	Ofert. Público		10.0	0.0					
	Ofert. Emp.		10.0	0.0					
	Total:		82.9	62.9	243000	617118	797100	29.2	3.3
10: Alcalis/ Alcanorte	Leilão ord.pref	15/07/92	90.0	90.0		46600	78900		
	Ofert. Emp.	05/08/92	10.0	0.1		2500			
	Sobras			9.9			2500		
	Total:		100.0	100.0	15000	49100	81400	65.8	5.4
11:CST	1o. Leilão ord.pref	16/07/92	71.0	71.2		295288	295400		
	2o. Leilão ord.pref	23/07/92	5.7	5.7		36904	36904		
	Ofert. Emp.	26/06/92	12.4	12.2		15158	15158		
	Total:		89.1	89.1	1852000	347350	347462	0.0	0.2
12:Nitriflex SA 4>	Leilão ord.	06/08/92	40.0	40.0		26190	26200		
	Total:		40.0	40.0	7070	26190	26200	0.0	3.7
13:Fosfertil SA	Leilão ord.	12/08/92	56.3	56.3		139270	177100		
	Leilão pref.	13/08/92	22.0	22.0		40000	40000		
	Ofert. Emp.	27/08/92	10.0	10.0		4900	4900		
	Total:		88.3	10.0	199000	184170	222000	20.5	1.1
14:Polisul 4>		11/09/92	31.0	31.0		56901	56890		
	Total:		31.0	31.0	7280	56901	56890	0.0	7.8

Empresa	Tipo de Oferta	Data do Leilão \1	Ofertado % do capital total	Vendido % do capital total	Patrimônio Líquido do Set. Público Federal na Empresa (US\$ 1000) 31/12/88	Preço Mínimo de Venda (US\$ 1000) \2	Preço total de Venda (US\$ 1000)	% Agio	Relação Preço de Venda/ Pat. Líq.
15:PPH 5>	Leilão ord.	29/09/92	10.0	10.0		25100	40800		
	Leilão pref.	12/11/92	9.0	9.0		18500	18600		
	Total:		19.0	19.0	4594	43600	59400	36.2	12.9
16:Goiasfertil SA		08/10/92	90.0	90.0		12661	12700		
		30/10/92	10.0	10.0		400	400		
	Total:		100.0	100.0	45000	13061	13100	0.3	0.3
17: Acesita/ Energética Forjas	Leilão ord.	23/10/92	64.0	64.0		347570	450300		
	Ofert. Emp.	25/09/92	10.0	10.0		15100	15100		
	Total:		74.0	74.0	105000	362670	465400	28.3	4.4
18:CBE 5>	Leilão ord.	03/12/92	23.0	23.0		10900	10900		
	Total		23.0	23.0	3329	10900	10900	0.0	3.3
19: Poliolefinas 5>	Leilão ord.	19/03/93	31.5	31.5		87100	87100		
	Total		31.5	31.5	56448	87100	87100	0.0	1.5
20: Cen 6>	Leilão ord.	02 e 05/04/93	65.0	60.3		1056600	1056600		
	Ofert. Emp.	20/04/93	20.0	11.8		75400	75400		
	Ofert. Público	02/07/93	13.9	10.0		139100	139100		
	Total		98.9		-524000	1404100	1404100	0.0	3.7
21: Ultrafertil	Leilão ord.	24/06/93	90.0	90.0		194600	204400		
	Ofert. Emp.	17/12/93	10.0	10.0		6100	6100		
	total		100	100	156000	200700	210500	4.9	1.3
22:Cosipa	Leilão ord.	20/08/93	40	40		166800	330500		
	Ofert. Emp.	20/09/93	15.0	14.8		17900	17900		
	Ofert. FEMCO	23/09/93	5.0	5.2		11400	11400		
	Total		60.0	60.0	-476000	196100	359800	83.5	1.8
23:Açominas	Leilão ord/pref	19/09/93	79.9	79.9		297300	554200		
	Ofert. Emp.	04/10/93	20.0	20.0		44300	44300		
	total		99.9	99.9	999000	341600	598500	75.2	0.6
24:Oxiteno 5>	leilão ord/pref	15/09/93	15.2	15.2	46000	53900	53900	0.0	1.2
25: PQU		Total	100.0		136000	269900	269900	0.0	2.0
TOTAL:					3395670	5951492	7070452	18.8	2.1

Fonte: ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto [1993], Retrospectiva 1992, São Paulo, Tabela I e e Mello, M.F. [1992] "A Privatização no Brasil: Análise de Seus Fundamentos e Experiências Internacionais", Tese de Doutorado, FEA-USP 1992

\1 Data do leilão ou encerramento do período de ofertas

\2 Pelo dólar da data da liquidação financeira da operação

\3 A sobras de preferenciais da Usiminas ainda não têm destinação definida.

\4 Patrimônio líquido de Dezembro de 1990 retirado de Mello M. op. cit.

\5 Patrimônio líquido de 31/12/91 retirado de Petroquisa Relatório 1991. Câmbio Cr\$/US\$ de 31/12/91 = 1057

\6 Dados preliminares

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 federal nas empresas que foram alienadas. É conveniente ter em mente, no entanto, que essas empresas foram pagas com títulos desagiados, o que reduz a quase à metade a arrecadação do programa mostrando que foi possível até agora arrecadar um montante aproximadamente igual ao patrimônio das empresas que foram alienadas.

Em outubro de 1991, a cotação dos títulos da dívida do governo federal no mercado secundário variava entre um mínimo de 40% (certificados de privatização) e um máximo de 50 (títulos da dívida agrária).<sup>21</sup> Em setembro de 1993, a cotação dos títulos da dívida, quase terminados, variava entre 66% e 71% do valor de face.<sup>22</sup> A venda dessas 25 empresas permitiu que o governo arrecadasse um ágio médio de 18,8% sobre os preços mínimos.

A tabela VII a seguir contém a lista de moedas que foram usadas como meio de pagamento das empresas. Na última coluna pode-se observar que a venda do controle, como era de se esperar de fato permite a apuração de ágios mais elevados.

Essa segunda fase do programa de privatização brasileiro tem sofrido críticas e sido alvo de grande resistência política. As críticas têm se concentrado principalmente em dois aspectos do programa: a questão das chamadas "moedas podres" e os efeitos danosos à eficiência alocativa. A resistência política tem vindo principalmente de grupos ligados direta ou indiretamente às próprias empresas estatais.

---

<sup>21</sup> Mello, M.A.R.F. [1992] A Privatização no Brasil: Análise de Seus Fundamentos e Experiências Internacionais, Tese de Doutorado, FEA-USP.

<sup>22</sup> Gazeta Mercantil 11/09/93



Empresas:	Data do Leilão	Debêntures Siderbras	CP	OFND	Créditos Securitz.	TDA	EXTERNA			TOTAL	DADOS DO LEILAO	
							MVDA BIB NMB	LETRAS HIP.CEF 3)	NCR\$		CR\$	P. MÍNIMO DE VENDA
ALCALIS-Leilao Ord/Pref.	15/07/92		4.5		33.4	8.7				46.6		nd
ALCALIS-Oferta Funcionários	12/08/92											nd
ALCALIS - Sobras			0.2		0.1	2.2				2.5		nd
TOTAL 4)			4.7		33.5	10.9				49.1		
CST - Leilão I	16/07/92	5.2	56.8	7.2	140.1	8.3		77.8		295.4	295.4	0.0%
CST - Leilão II			7.3		26.5	3.1				36.9	36.9	0.0%
CST-Oferta Funcionários	22/07/92		8.6		5.6	0.9		0.1		15.2	15.2	nd
TOTAL		5.2	72.7	7.2	172.2	12.3		77.9		347.5	347.5	
NITRIFLEX	11/08/92		7.6		18.6					26.2	26.2	0.0%
FOSFERTIL-Leilão Ordinárias	12/06/92		27.9		145.9	2.9		0.3		177.0	139.3	27.1%
FOSFERTIL-Oferta Funcionários			1.5		3.4					4.9	4.9	nd
TOTAL			29.4		145.9	6.3		0.3		181.9	181.9	
POLISUL	11/09/92	2.2	24.7		5.5	13.1		11.4		56.9	56.8	0.2%
PPH - Leilão Ordinárias			25.5					15.3		40.8	25.1	62.5%
PPH - Leilão Preferenciais			18.1		0.4					18.5	18.5	0.0%
TOTAL			43.6		0.4			15.3		59.3	59.3	
GIOASFERTIL - Leilão Ordinárias	15/10/92		0.2		0.4	12.1				12.7	12.7	0.0%
GOIASFERTIL-Of. Funcionários						0.4				0.4	0.4	nd
TOTAL			0.2		0.4	12.5				13.1	13.1	
ACESITA- Leilão Ordinárias	22/10/92	26.5	58.9	152.0	75.8	111.6		2.1	23.3	450.2	347.7	29.5%
ACESITA-Oferta Funcionários			15.1							15.1	15.1	nd
TOTAL		26.5	74.0	152.0	75.8	111.6		2.1	23.3	465.3	465.3	
CBE	3/10/92				10.9					10.9	10.9	0.0%
POLIOLEFINAS-Leilão Ord. I	19/03/93		30.5						13.1	43.6	43.6	0.0%
POLIOLEFINAS-Leilão Ord.II			30.5						13.1	43.6	43.6	0.0%
TOTAL			61.0						26.2	87.2	87.2	
CSN-Leilão Ordinárias	02-05/04/93	131.6	92.0	31.4	501.2	90.1		1.2	168.9	40.2	1056.6	0.0%
CSN-Ofert. Emp. I	20/04/93				40.1	10.4		1.5		1.8	53.8	
CSN-Ofert. Emp. II	17/05/93				20.7	0.4			1.1	22.2	22.2	
CSN-Ofert. Pública	02/07/93	79.4	2.6	1.4	5.2	43.2		7.3		139.1	139.1	
TOTAL		211	94.6	32.8	567.2	144.1		1.2	177.7	43.1	1271.7	
Ultrafértil-Leilão ord.	24/06/93				163.5					40.9	204.4	194.6
Ultrafértil-Ofert. Emp.	17/12/93					4.9				1.2	6.1	50.3%
TOTAL					163.5	4.9				42.1	210.5	

Empresas:	Data do Leilão	Debêntures Siderbrás	CP	OFND	Créditos Securitized	TDA	EXTERNA			TOTAL	DADOS DO LEILAO		
							MVDA BIB NMB	LETRAS HIP.CEF. 3)	NCR\$		CR\$	P. MÍNIMO DE VENDA	AGIO SOBRE A VENDA
Cospa-Leilão ord.	20/08/93	198.5	4.5		112.5	2.4				12.7	330.6	166.8	97.9%
Cospa-Ofert. Emp. I	20/09/93	14.0								0.6	14.6		
Cospa-Ofert. Emp. II		2.1								0.1	2.2		
Cospa-Ofert. Emp. III		10.8								0.4	11.2		
Cospa-Ofert. Emp. IV		1.0									1.0		
Cospa-Sobras		0.2									0.2		
<b>TOTAL</b>		226.6	4.5		112.5	2.4				13.8	359.8		
Açominas-Leilão ord.	19/09/93	89.2	6.1	0.1	397.8	23.0		10.3		27.7	554.2	297.3	86.4%
Açominas-Ofert. Emp.	04/10/93	42.1								2.2	44.3		
<b>TOTAL</b>		131.3	6.1	0.1	397.8	23.0		10.3		29.9	598.5		
Oxiteno-Leilão ord/pref.	15/09/93				25.4	0.2		25.6		2.7	53.9	53.9	0.0%
<b>TOTAL</b>					25.4	0.2		25.6		2.7	53.9		
Piqu	24/01/94										269.9	269.9	0.0%
<b>TOTAL USADO NO PND</b>		1190	1228	592	2225	452	96	285	12	177	6528		
<b>SALDO A UTILIZAR</b>		1810	85	158	0	143	37506	529	0		39761		

1) O valor em cr\$ foi obtido pela venda das ações foi convertido em US\$ pela taxa de câmbio comercial de venda do dia da liquidação financeira de cada leilão.

2) Foram desconsiderados possíveis vazamentos dos estoques de moedas de privatização como resgates e aquisição de CP com cessão de créditos

3) Apenas NCZ\$ utilizados.

4) Do valor da venda da Alcalis somente 59% (US\$ 46,6 milhões) foram quitados no leilão. O restante será pago quando cessarem as restrições impostas pelo plano diretor do município de Arrial do caboá venda de parte das terras da cia. ou, caso contrário, no prazo de 12 anos.

Fonte: Brdes [1993] Relatório do Conselho federal de Desestatização e Andlima - Retrospectiva 1993.

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

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

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>23</sup>, somando US\$ 42 bilhões, eram mais do que o 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 viável. Enquanto isso, durante o ano de 1990 e nos primeiros meses de 1991, diversas liberações de cruzados novos foram sendo feitas

---

<sup>23</sup> Os Certificados de Privatização, criados também pelo programa de estabilização Collor I, são títulos de aquisição compulsória pelo sistema financeiro para utilização na privatização

para casos específicos, por iniciativa do próprio governo, como a liberação de 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 primeira parcela da devolução dos cruzados já havia sido paga, seu montante muito reduzido e o incentivo para sua utilização 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 à substantivas transferências de riqueza. A maioria das críticas à aceitação das moedas podres, no entanto, partem de princípios discutíveis como, por exemplo, o 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 vem sendo utilizados como meio de pagamento. A tabela VII mostra o estoque potencial e o estoque atual 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 estava praticamente inalterado. Novamente, os títulos da dívida aceitos precisariam ser ampliados e os incentivos com relação à dívida externa repensados. A manutenção da política de privatizar para cancelar dívida, no entanto, não depende da ampliação do leque de moedas aceitas em pagamento, mas do princípio de utilização da receita para pagamento da dívida.



## V - Conclusões

O objetivo desse 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 brasileira. Da análise precedente podemos concluir que tal contribuição não deve ser muito grande por diversas razões. Em primeiro lugar, vimos que o valor do patrimônio total de propriedade do governo federal 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 Petrobras e suas empresas privatizadas em separado. Por isso, a receita arrecadada em todas essas operações é de propriedade da respectiva controladora, a Petrobras, 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 Petrobras e da Telebras, esse curso de ação seria limitado por norma constitucional. O valor de mercado das quatro maiores controladoras setoriais em 6/04/94 era de US\$ 18,6 bilhões com um passado de flutuações substantivas e bruscas.

A alternativa de vender apenas as ações das controladoras sem direito a voto não permitiria uma arrecadação muito grande já que a participação da União nesse tipo de ação já é reduzida e, de fato, como se pode observar na tabela VIII, 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 o setor privado nacional e estrangeiro tem se constituído num importante entrave ao programa de privatização brasileiro. Tem sido 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, portanto, razoável, esperar que o programa venha a ser implementado num ritmo mais rápido no futuro.

A alternativa de não mais aceitar títulos da dívida como uma forma de aumentar a arrecadação é ingênua. 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 títulos da dívida e até mesmo, em alguns casos, opções de compra de títulos da dívida. 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 moeda pior, 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 teriam sido menores e o número de liquidações maior. É muito importante ter em mente que a norma de utilização das receitas do programa para quitação da dívida pública tem a vantagem de não

gerar recursos livres para o governo já que há razões de sobra para se temer a entrega de recursos sem destinação específica para um governo pressionado para gastar por todos os lados.

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.<sup>24</sup> 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 sua intenção de incluir novos títulos da dívida como moedas do programa. Explicitamente têm sido mencionados os fundos de poupança compulsória de propriedade dos trabalhadores, o Fgts, com um estoque aproximado de US\$ 26 bilhões e o Pis/Pasep.<sup>25</sup> Essa medida representa um considerável avanço na medida em que beneficia os trabalhadores que também são credores do governo federal. 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 os trabalhadores não têm direito. Só viriam a ter no futuro, na hipótese de demissão ou aposentadoria.

---

<sup>24</sup> Banco Central do Brasil [1993] Brasil - Programa Econômico, nº 36, março.

<sup>25</sup> Gazeta Mercantil 20/07/93.

No que diz respeito aos efeitos indesejáveis do programa sobre a eficiência alocativa pudemos depreender da experiência brasileira que, mais importante do que separar as empresas de seus grupos antes da venda, é realizar vendas para compradores diferentes. 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 a privatização no Brasil tem se concentrado, como dissemos, nas próprias empresas estatais às quais têm se associado, naturalmente, os segmentos do setor privado beneficiado 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.

Concluimos que a contribuição que o programa de privatização pode dar para o ajuste fiscal não é grande. A privatização, sozinha, não poderia de nenhuma maneira substituí-lo e nem mesmo amenizá-lo de forma significativa. Reconhecer isso não significa defender o fim da privatização mas apenas adequá-la a seus fins maiores. A verdadeira vantagem para o país 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.

É pelo menos curioso observar quantas voltas somos capazes de dar para evitar o confronto político necessário à formulação de um ajuste fiscal. Isto acontece porque sabidamente a estabilização é um bem público do qual todos esperam poder beneficiar-se sem contribuir. Tem sido impossível alocar as perdas necessárias. Um ajuste fiscal é feito de uma elevação de receitas, uma diminuição de despesas ou ambos. As despesas, como dissemos, tem se mostrado incompressíveis, e tem sido impossível também aumentar as receitas. No entanto, ambos devem acontecer.

## VI - Referências Bibliográficas

Abreu, M.P. & Werneck, R. [1993] "Privatization and Regulation in Brazil: The 1990-1992 Policies and the Challenges Ahead, mimeo, PUC-Rio.

Bndes [1993] Programa Nacional de Desestatização, Relatório de 1992

CFD - Conselho Federal de Desestatização, Relatório 1985-1989, [1990], Brasília.

Martins, L. [1985] Estado Capitalista e Burocracia no Brasil Pós-64, Editora Paz e Terra, Rio de Janeiro, 265pg.

Mello, M.A.R.F. [1992] A Privatização no Brasil: Análise de Seus Fundamentos e Experiências Internacionais, Tese de Doutorado, FEA-USP.

Mendes, J.C. [1987] "Uma Análise do Programa Brasileiro de Privatização", Revista da Comissão de Valores Mobiliários, fevereiro.

Mendes, J.C. [1988] "Uma Análise do Programa Brasileiro de Privatização: uma atualização", Revista da Comissão de Valores Mobiliários, setembro.

Pinheiro A.C. & L.C. Oliveira [1991] "O Programa Brasileiro de Privatização" in Perspectivas da Economia Brasileira, IPEA, Rio de Janeiro.

Serra e Bitrán , [1993] "Regulatory Issues in the Privatization of Public Utilities: Theory and Analysis of the Case of Chile", Trabalho apresentado no Latin America 2000 Conference, Novembro de 1993, University of Texas, Austin, Texas.

Sest - Secretaria de Orçamento e Controle de Empresas Estatais,[1989], Secretaria de Planejamento e Coordenação da Presidência da República, Perfil das Empresas Estatais - 1989, ano-base 1988 , Rio de Janeiro.

Trebat, T.J. [1983] Brazil's State-Owned Enterprises: a Case Study of the State as Entrepreneur, Cambridge University Press, EUA.

Vickers,J. & G. Yarrow [1988] Privatization: an Economic Analysis, MIT Press Series on the Regulation of Economic Activity, Cambridge, Massachusetts, EUA.

Werneck, R. [1989] "Aspectos Macroeconômicos da Privatização no Brasil" Pesquisa e Planejamento Econômico, 19(1), Rio de Janeiro, agosto, pp. 277-308.

**ANEXO I (Tabela I)**

	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privatli- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
<b>I-GRUPO PETROBRAS</b>						
I.1-Petrobras-Petroleo Brasileiro SA	Uniao	0.51				
	Bndes	0.16				
	FND	0.03				
	Outros	0.30	0.70	2392		2392
I.2-Alcalis do Rio Grande do Norte SA	Uniao	0.08				
	Finor	0.45				
	Sudene	0.06				
	CNA	0.41	0.88	-1	-1	0
I.3-Braspetro Oil Services Company	Braspetro	1.00				
	Outros	0.00	0.70	68		68
I.4-Cia Nacional de Alcalis	Petroquisa	0.93				
	BNDES	0.07	0.72	16	16	0
I.5-Copesul/Cia Petroquimica do Sul	Petroquisa	0.67				
	BNDESpar	0.31				
	Outros	0.02	0.78	243	243	0
I.6-Fosfertil/Fertilizantes Fosfatados S/A	Petrofertil	0.77				
	BNDESpar	0.13				
	CVRD	0.10				
	Camig	0.02	0.72	199	199	0
I.7-Nitrofertil/Fertilizantes Nitrogenados do Nordeste S/A	Petrofertil	0.92				
	Petrobras	0.02				
	Petroq. Unia	0.02				
	Outros	0.03	0.67	101		101
I.8-Golasfertil/Goias Fertilizantes SA	Petrofertil	0.82				
	BNDESpar	0.18	0.75	45	45	0
I.9-ICC - Industria Carboquimica Catarinense S/A	Petrofertil	0.98				
	Outros	0.02	0.69	33		33
I.10-Interbras Cayman Company	Interbras	1.00				
	Outros	0.00	0.70	67	67	0
I.11-Intermor Trade Inc.	Interbras	1.00	0.70	20	20	0
I.12-Petrobras America Inc.	Braspetro	1.00	0.70	4		4
I.13-Interbras - Petrobras Comercio Internacional S/A	Petrobras	1.00				
	Outros	0.00	0.70	24	24	0
I.14-Petrobras Distribuidora SA	Petrobras	1.00				
	Outros	0.00	0.70	277		277
I.15-Petrofertil - Petrobras Fertilizantes S/A	Petrobras	1.00				
	Outros	0.00	0.70	13		13
I.16-Braspetro - Petrobras Internacional S/A	Petrobras	1.00				
	Outros	0.00	0.70	37		37
I.17-Petromisa - Petrobras Mineração S/A	Petrobras	1.00	0.70	234	234	0
I.18-Petrobras Norge A/S	Braspetro	1.00	0.70	-2		-2



	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
I.19-Petroquisa - Petrobras Química S/A	Petrobras Outros	1.00 0.00	0.70	61		61
I.20-Petroflex Industria e Comércio	Petroquisa	1.00	0.70	145	145	0
I.21-PQU - Petroquímica União SA	Petroquisa Unipar Intern. F. Cc Outros	0.68 0.29 0.03 0.01	0.47	136	136	0
I.22-Seagull Trading Company	Interbras Outros	0.99 0.01	0.69	4	4	0
I.23-Ultrafertil SA	Petrofertil	1.00	0.70	156	156	0
<b>TOTAL GRUPO PETROBRAS</b>				<b>4271</b>	<b>1288</b>	<b>2983</b>
<b>II-GRUPO CVRD</b>						
II.1-Cia Vale do Rio Doce	Uniao FND Outros	0.51 0.02 0.47	0.53	850		850
II.2-Albras Alumínio Brasileiro SA	Valenorte Nippon Alun	0.51 0.49	0.27	31		31
II.3-Alunorte-Alumina do Norte SA	Valenorte Nippon Alun	0.46 0.54	0.24	13		13
II.4-Florestas Rio Doce SA	CVRD BB	1.00 0.00	0.53	71		71
II.5-Itabira Internacional Company LTD	CVRD	1.00	0.53	-6		-6
II.6-Navegação Rio Doce LTDA	Docenave CVRD	1.00 0.00	0.51	4		4
II.7-Rio Doce America INC	CVRD	1.00	0.53	1		1
II.8-Rio Doce Finance LTD	CVRD Outros	1.00 0.00	0.53	134		134
II.9-Docegeo-Rio Doce Geologia e Mineração S/A	CVRD	1.00	0.53	1		1
II.10-Rio Doce Internacional SA	CVRD Outros	1.00 0.00	0.53	1		1
II.11-Rio Doce LTDA	RDA	1.00	0.53	16		16
II.12-Seamar Shipping Corporation	Docenave	1.00	0.51	95		95
II.13-Docenave-Vale do Rio Doce Navegação S/A	CVRD Outros	0.97 0.03	0.51	68		68
II.14- Valenorte-Alumínio LTDA	CVRD	1.00	0.53	-39		-39

	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
II.15-Valesul-Aluminio SA	CVRD	0.55				
	Shell Brasil	0.45	0.29	31		31
TOTAL GRUPO CVRD:				1271	0	1271
III-GRUPO TELEBRAS						
III.1-Telebras/Telecomunicacoes Brasileiras S/A	Uniao	0.42				
	FND	0.15				
	Outros	0.43	0.57	267		267
III.2-Cetel-Cia de Comunicacoes do Rio de Janeiro	Telebras	0.65				
	Telerj	0.16				
	Gov. Est. R.	0.07				
	Ceasa RJ	0.00				
	Outros	0.11	0.44	59		59
III.3-CPT-Cia Pontagrossense de Telecomunicaçõesense	Telepar	0.71				
	Telebras	0.16				
	Outros	0.13	0.40	4		4
III.4-CBTC-Cia Telefonica da Borda do Campo	Telesp	0.73				
	Telebras	0.08				
	Outros	0.19	0.38	73		73
III.5-Cotelpa-Cia Telefonica de Paranagua	Telebras	0.46				
	Telepar	0.27				
	Outros	0.27	0.37	2		2
III.6-CTMR-Cia Telefonica Melhoramentos e Resistência	Telebras	0.80				
	Outros	0.20	0.46	8		8
III.7-Embratel-Empresa Brasileira de Telecomunicações SA	Telebras	0.91				
	Telesp	0.08				
	Outros	0.01	0.55	599		599
III.8-Telebahia-Telecomunicacoes da Bahia SA	Telebras	0.93				
	Outros	0.07	0.53	148		148
III.9-Telpa-Telecomunicacoes da Paraíba SA	Telebras	0.73				
	BB	0.06				
	Finor	0.04				
	Sudene	0.03				
	Outros	0.14	0.51	27		27
III.10-Telasa-Telecomunicacoes de Alagoas SA	Telebras	0.91				
	BB	0.03				
	Outros	0.05	0.53	23		23
III.11-Telebrasil-Telecomunicacoes de Brasília SA	Telebras	0.79				
	Gov. DF	0.12				
	Outros	0.09	0.45	72		72
III.12-Telegoias-Telecomunicacoes de Goiás SA	Telebras	0.94				
	Outros	0.06	0.54	58		58
III.13-Telems-Telecomunicacoes do Mato Grosso do Sul SA	Telebras	0.95				
	Outros	0.05	0.54	39		39
III.14-Telemat-Telecomunicacoes do Mato Grosso SA	Telebras	0.95				
	Outros	0.05	0.54	27		27

	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
III.15-Telemig-Telecomunicacoes de Minas Gerais SA	Telebras Outros	0,89 0,11	0,51	172		172
III.16-Telpe-Telecomunicacoes de Pernambuco SA	Telebras BB Outros	0,88 0,02 0,10	0,51	74		74
III.17-Telerom-Telecomunicacoes de Rondônia SA	Telebras Gov. RO Outros	0,93 0,01 0,07	0,53	24		24
III.18-Telaima-Telecomunicacoes de Roraima SA	Telebras Outros	0,86 0,14	0,49	4		4
III.19-Telesc -Telecomunicacoes de Santa Catarina SA	Telebras Cia Des. SC Outros	0,86 0,05 0,09	0,49	74		74
III.20-Telesp-Telecomunicacoes de São Paulo SA	Telebras Telerj Outros	0,71 0,13 0,16	0,46	813		813
III.21-Telergipe-Telecomunicacoes de Sergipe SA	Telebras Finor Outros	0,72 0,18 0,10	0,59	23		23
III.22-Telacre-Telecomunicacoes do Acre SA	Telebras Finam Gov. AC Outros	0,94 0,01 0,01 0,04	0,54	6		6
III.23-Telamapa-Telecomunicacoes do Amapá SA	Telebras Finam Gov. Amapá Outros	0,79 0,11 0,03 0,07	0,56	5		5
III.24-Telamazon-Telecomunicacoes do Amazonas SA	Telebras Gov AM Outros	0,77 0,05 0,18	0,44	30		30
III.25-Teleceara-Telecomunicacoes do Ceará SA	Telebras Gov. CE Outros	0,66 0,06 0,28	0,37	45		45
III.26-Telest-Telecomunicacoes do Espírito Santo SA	Telebras Outros	0,92 0,08	0,53	48		48
III.27-Telma-Telecomunicacoes do Maranhão SA	Telebras Finor Outros	0,88 0,08 0,04	0,58	40		40
III.28-Telepara-Telecomunicacoes do Pará SA	Telebras Gov. PA BB CVRD Finam Outros	0,77 0,01 0,04 0,01 0,07 0,10	0,53	53		53
III.29-Telepar-Telecomunicacoes do Paraná SA	Telebras Gov. PR Embratel Outros	0,73 0,07 0,02 0,18	0,43	158		158

	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
III.30-Telepisa-Telecomunicacoes do Piauí SA	Telebras BB Finor Outros	0.80 0.03 0.08 0.09	0.55	23		23
III.31-Telerj-Telecomunicacoes do Rio de Janeiro SA	Telebras Outros	0.81 0.19	0.46	377		377
III.32-Telemn-Telecomunicacoes do Rio Grande do Norte SA	Telebras Embratel Gov. RN Finor Sudene Outros	0.70 0.03 0.03 0.10 0.03 0.07	0.55	24		24
<b>TOTAL GRUPO TELEBRAS:</b>				<b>3403</b>	<b>0</b>	<b>3403</b>
<b>IV-GRUPO SIDERBRAS</b>						
IV.1-Siderbras-Siderurgica Brasileira SA	Uniao Outros	0.99 0.01	0.99	-3747	-3747	0
IV.2-Acominas-Aço Minas Gerais SA	Siderbras Outros	1.00 0.00	0.99	999	999	0
IV.3-AFP-Aços Finos Piratini SA	Siderbras BB Gov. RS Outros	0.92 0.02 0.06 0.00	0.91	-71	-71	0
IV.4-Carbonifera Prospera SA	CSN Siderbras Outros	0.81 0.19 0.00	0.99	0	0	0
IV.5-Cobrapl-Cia Brasileira de Projetos Industriais SA	Siderbras CSN Outros	0.87 0.12 0.02	0.97	2	2	0
IV.6-Cofavi-Cia Ferro e Aço de Vitória	Siderbras BNDES Outros	1.00 0.00 0.00	0.99	54	54	0
IV.7-CST-Cia Siderurgica de Tubarão	Siderbras Finsider kawasaki	0.90 0.05 0.05	0.89	1852	1852	0
IV.8-CSN-Cia Siderurgica Nacional	Siderbras Outros	1.00 0.00	0.99	-524	-524	0
IV.9-Cosipa-Cia Siderurgica Paulista	Siderbras Outros	0.99 0.01	0.98	-476	-476	0
IV.10-FEM-Fabrica de Estruturas Metálicas SA	Siderbras Outros	0.97 0.03	0.96	-11		-11
IV.11-Usiba-Usina Siderurgica da Bahia SA	Siderbras Outros	0.97 0.03	0.96	24	24	0

	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
IV.12-Usiminas-Usina Siderurgicas de Minas Gerais SA	Siderbras 0.82 BNDES 0.12 Nippon Usin 0.05 Outros 0.01		0.94	379	379	0
TOTAL GRUPO SIDERBRAS				-1520	-1509	-11
<b>V-GRUPO ELETROBRAS</b>						
V.1-Centrals Elétricas Brasileiras	União 0.54 Bndes 0.22 Fnd 0.12 Cef 0.01 Outros 0.10		0.89	3749		3749
V.2-Eletronorte-Centrals Eletricas do Norte do Brasil SA	Elektrobras 0.99 Outros 0.01		0.88	2522		2522
V.3-Eletrosul-Centrals Eletricas do Sul do Brasil SA	Elektrobras 1.00 Outros 0.00		0.89	997		997
V.4-Chesf-Cia Hidroeletrica do São Francisco	Elektrobras 1.00 Outros 0.00		0.89	1723		1723
V.5-Escelsa-Espirito Santo Centrais Elétricas SA	Elektrobras 0.77 Gov.Est. ES 0.19 Municípios 0.04 Outros 0.00 Cvrd 0.00		0.68	108		108
V.6-Furnas-Furnas Centrais Elétricas S/A	Elektrobras 1.00		0.89	2206		2206
V.7-Light-Servicos de Eletricidade SA	Elektrobras 0.82 Outros 0.10 Bndes 0.08		0.81	1073		1073
TOTAL GRUPO ELETROBRAS:				12378	0	12378
<b>VI-GRUPO RFFSA</b>						
VI.1-Rede Ferroviária Federal	União 0.69 Bndes 0.21 Outros 0.10		0.90	5201		5201
VI.2 CBTU- Cia Brasileira de Trens Urbanos	RFFSA 1.00		0.90	1014		1014
VI.3-Trensurb-Empresa de Trens Urbanos de Porto Alegre SA	RFFSA 0.64 EBTU 0.29 Gov.E. RGS 0.05 Outros 0.02		0.87	56		56
VI.4-Agef-Rede Federal de Armazens Gerais Ferroviarios SA	RFFSA 1.00 Outros 0.00		0.90	8		8
TOTAL GRUPO RFFSA:				6279	0	6279

	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liquei- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
<b>VII-GRUPO PORTOBRAS:</b>						
VII.1-Portobras-Empresa de Portos do Brasil SA	Uniao	1.00	1.00	126		126
VII.2-CDC-Cia Docas do Ceara	Portobras Bandece Prefeituras C	0.99 0.01 0.00	0.99	17		17
VII.3-Codesa-Cia Docas do Espírito Santo	Portobras Gov. ES Aracruz Cel	0.85 0.15 0.00	0.85	14		14
VII.4-Codeba-Docas do Estado da Bahia	Portobras Gov. BA	0.94 0.06	0.94	39		39
VII.5-Codesp-Cia. Docas do Estado de São Paulo	Portobras Outros	1.00 0.00	1.00	103		103
VII.6-Codomar-Cia de Docas do Maranhão	Portobras Outros	1.00 0.00	1.00	18		18
VII.7-CDP-Cia Docas do Para	Portobras	1.00	1.00	7		7
VII.8-CDRJ-Cia Docas do Rio de Janeiro	Portobras Outros	0.99 0.01	0.99	119		119
VII.9-Codern-Cia Docas do Rio Grande do Norte	Portobras Outros	1.00 0.00	1.00	13		13
<b>TOTAL GRUPO PORTOBRAS:</b>				<b>457</b>	<b>0</b>	<b>457</b>
<b>VIII-GRUPO INB:</b>						
VIII.1-INB-Industrias Nucleares do Brasil SA	CNEM Outros	1.00 0.00	1.00	544		544
VIII.2-Nuclam-Nuclebras Auxiliar de Mineração SA	INB Urangelsells	0.51 0.49	0.51	-1		-1
VIII.3-Nuclemon - Nuclebras de Monazita e Associados LTD	INB	1.00	1.00	13		13
VIII.4-Nuclep - Nuclebras Equipamentos Pesados SA	INB Outros	1.00 0.00	1.00	-25		-25
VIII.5-Nuclei - Nuclebras Enriquecimento Isotópico SA	Nuclebras Interaton Int Steag Aktier	0.75 0.16 0.09	0.75	32		32
VIII.6-Uranio do Brasil SA	INB Outros	1.00 0.00	1.00	24		24
<b>TOTAL GRUPO INB:</b>				<b>586</b>	<b>0</b>	<b>586</b>
<b>TOTAL GRUPOS EMPRESARIAIS:</b>				<b>27125</b>	<b>-221</b>	<b>27347</b>

	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
<b>IX-MINISTERIO DA AERONAUTICA:</b>						
IX.1-Celma-Cia Eletromecanica	Uniao	0.83				
	FND	0.04				
	Un. Tecnologia	0.13				
	Outros	0.00	0.87	19	19	0
IX.2-EAC-Embraer Aircraft Corporation	Embraer	1.00	0.30	7		7
IX.3-EAI-Embraer Aviation Internacional	Embraer	1.00	0.30	2		2
IX.4-Embraer-Empresa Brasileira de Aeronáutica SA	Uniao	0.20				
	FND	0.09				
	BB	0.04				
	Outros	0.67	0.30	20		20
IX.5-Infraero-Empresa Brasileira de Infra-Estrutura Aeroportuária	Uniao	1.00	1.00	34		34
IX.6-Industria Aeronautica Neiva SA	Embraer	1.00	0.30	1		1
IX.7-TASA-Telecomunicacoes Aeronáuticas SA	Uniao	1.00	1.00	19		19
<b>TOTAL MINISTERIO DA AERONAUTICA:</b>				<b>102</b>	<b>19</b>	<b>83</b>
<b>X-MINISTERIO DA AGRICULTURA:</b>						
X.1-Ceasa/PB		ND	ND	ND		ND
X.2-Ceasa/AL-Centrais de Abastecimento de Alagoas SA	Cobal	0.50				
	Gov. AL	0.47				
	Pref. Maceio	0.03	0.50	0		0
X.3-Ceasa/Campinas	Cobal	0.47				
	Uniao	0.07				
	Pref. Campinas	0.46	0.54	0		0
X.4-Ceasa/GO	Uniao	0.51				
	Gov. GO	0.40				
	Pref. Goiani	0.09	0.51	0		0
X.5-Ceasa/PE	Cobal	0.78				
	Sudene	0.13				
	Gov. PE	0.08				
	Outros	0.01	0.91	3		3
X.6-Ceasa/AM		ND	ND	ND		ND
X.7-Ceasa/ES	União	0.54				
	Gov. Est. ES	0.31				
	Vitória	0.08				
	Comdusa	0.06				
	Outros	0.01	0.54	1		1
			<b>Total</b>			

	Acionistas em % do Capital Total	% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
X.8-Ceasa/SE	Cobal 0.56 Super. Ag. e 0.23 Gov. SE 0.16 Pref. Aracaji 0.04 Sudene 0.01	0.80	0		0
X.9-Ceasa/PA	ND	ND	ND		ND
X.10-Ceasa/PR	Cobal 0.53 Copasa 0.22 Badep 0.14 Sec. Est. Ab 0.07 Outros 0.04	0.53	2		2
X.11-Ceasa/PI	Cobal 0.51 Gov. PI 0.36 Outros 0.10	0.51	0		0
X.12-Ceasa/RS	Uniao 0.52 Gov. RS 0.23 Mun.P. Aleg 0.24 Outros 0.00	0.52	1		1
X.13-Ceasa/RN	Uniao 0.75 Gov. RN 0.25 Outros 0.00	0.75	0		0
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. C. Grai 0.13	0.52	0		0
X.16-Cobal-Cia Brasileira de Alimentos	Uniao 1.00	1.00	42		42
X.17-Cibrazen-Cia Brasileira de Armazenamento	Uniao 1.00	1.00	146		146
X.18-Brasagro-Cia Brasileira de Participação Agroindustrial	BNCC 0.34 BNDES 0.09 BB 0.09 CVRD 0.09 Cibrazen 0.06 Outros 0.34	0.52	0		0
X.19-CPA-Cia de Promoção Agrícola	Brasagro 0.51 Jadeco 0.49	0.27	1		1
TOTAL DO MINISTERIO DA AGRICULTURA:			198	0	198
XI-MINISTERIO DA CIENCIA E TECNOLOGIA:					
XI.1-Cobra-Computadores e Sistemas Brasileiros SA	BB 0.31 CEF 0.31 BNDES 0.32 Outros 0.06	0.76	13		13
TOTAL MINISTERIO DA CIENCIA E TECNOLOGIA:			13	0	13



	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
<b>XII-MINISTERIO DAS COMUNICACOES:</b>						
XII.1-ECT-Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos	Uniao	1.00	1.00	147		147
<b>TOTAL MINISTERIO DAS COMUNICACOES:</b>				147	0	147
<b>XIII-MINISTERIO DO EXERCITO</b>						
XIII.1-Imbel-Industria de Material Bélico do Brasil	Uniao	1.00	1.00	39		39
XIII.2-Prologo SA-Produtos Eletrônicos	Imbel	1.00	1.00	1		1
<b>TOTAL MINISTERIO DO EXERCITO:</b>				40	0	40
<b>XIV-MINISTERIO DA FAZENDA:</b>						
XIV.1-Acesita Energetica SA	Acesita BB Outros	0.91 0.09 0.00		16	16	0
XIV.2-ASA-Aluminio SA Extrusao e Laminação	CEF BB Outros	0.10 0.06 0.83	0.13	-2		-2
XIV.3-Bantrade Companhia de Comércio Internacional	Meridional BERS BESC Outros	0.53 0.40 0.06 0.01	0.44	1		1
XIV.4-BB Administradora de Cartoes de Crédito SA	BB	1.00	0.41	0		0
XIV.5-BB Corretora de Seguros e Administradora de Bens SA	BB	1.00	0.41	0		0
XIV.6-BB Tur Viagens e Turismo LTDA	Bamb	1.00	0.41	1		1
XIV.7-CMB-Casa da Moeda do Brasil	Uniao	1.00	1.00	96		96
XIV.8-Acesita-Acos Especiais Itabira	BB Bamb Outros	0.82 0.09 0.09	0.37	92	92	0
XIV.9-Infaz-Cia Brasileira de Infra-Estrutura Fazendária	Uniao BB Outros	0.89 0.03 0.08	0.90	-1		-1
XIV.10-Copase-Cia Paulista de Celulose	Uniao	1.00	1.00	0		0
XIV.11-Fasa-Forjas Acesita SA	Acesita BB Outros	0.84 0.16 0.00	0.38	-3	-3	0
XIV.12-IRB-Institutos de Resseguros do Brasil	IAPAS Outros	0.50 0.50	0.50	160		160

	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
XIV.13-MAG-Meridional Artes Graficas LTDA	Meridional Promonte Montepaci	0.95 0.03 0.02	0.78	1		1
XIV.14-Meridional do Brasil- Informática LTDA	Meridional Mer. Adm. Outros	0.97 0.02 0.00	0.80	1		1
XIV.15-Sao Jose Armazens Gerais LTDA	Meridional Outros	1.00 0.00	0.82	0		0
XIV.16-Serpro-Servico Federal de Processamento de Dados	Uniao	1.00	1.00	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	0.65	0		0
TOTAL MINISTERIO DA FAZENDA:				420	105	316
XV-MINISTERIO DA HABITACAO E BEM-ESTAR SOCIAL:						
XV.1-Datamec SA-Sistemas e Processamento de Dados	CEF Outros	0.98 0.02	0.98	12		12
TOTAL MINISTERIO DA HABITACAO E BEM-ESTAR SOCIAL:				12	0	12
XVI-MINISTERIO DA INDUSTRIA E DO COMERCIO:						
XVI.1-CUN-Cia Usinas Nacionais	IAA Outros	0.98 0.02	0.98	2		2
TOTAL MINISTERIO DA INDUSTRIA E COMERCIO:				2	0	2
XVII-MINISTERIO DO INTERIOR:						
XVII.1-Siderama-Cia Siderurgica da Amazonia	Uniao Sudam Siderbras Finam Outros	0.19 0.07 0.06 0.63 0.05	0.95	4		4
TOTAL MINISTERIO DO INTERIOR:				4	0	4
XVIII-MINISTERIO DA MARINHA:						
XVIII.1-Emgepron-Empresa Gerencial de Projetos Navais	Uniao	1.00	1.00	1		1
TOTAL MINISTERIO DA MARINHA:				1	0	1
XIX-MINISTERIO DAS MINAS E ENERGIA:						
XIX.1-Cepel-Centro de Pesquisas de Energia Elétrica	Eletronorte Chesf Eletronorte Eletronorte Furnas Light	0.88 0.03 0.03 0.03 0.03 0.03	0.89	30		30
XIX.2-Caeab-Cia Auxiliar de Empresas	Eletronorte	0.03				

	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
<b>Elétricas Brasileiras</b>	Petrobras	0.03				
	CPRM	0.02				
	CVRD	0.02				
	Outros	0.89	0.08	1		1
<b>XIX.3-CPRM-Cia de Pesquisa de Recursos Minerais</b>	Uniao	0.91				
	Outros	0.09	0.91	23		23
<b>XIX.4-Itaipu-Itaipu Binacional</b>	Eletrobras	0.50				
	Ande	0.50	0.50	50		50
<b>XIX.5-Nuclen-Nuclebras Engenharia</b>	Uniao	0.75				
	Siemens	0.25	0.75	1		1
<b>TOTAL MINISTERIO DAS MINAS E ENERGIA:</b>				104	0	104
<b>XX-MINISTERIO DA PREVIDENCIA E ASSISTENCIA SOCIAL:</b>						
<b>XX.1-Dataprev-Empresa de Process. de Dados da Previdência Social</b>	Uniao	0.51				
	lapas	0.49	1.00	33		33
<b>XX.2-Hospital Cristo Redentor SA</b>	Uniao	0.51				
	Conceicao	0.37				
	Outros	0.12	0.51	0		0
<b>XX.3-Hospital Femina SA</b>	Uniao	0.51				
	Conceicao	0.27				
	Outros	0.22	0.51	0		0
<b>XX.4-Hospital Nossa Senhora da Conceição SA</b>	Uniao	0.93				
	Outros	0.07	0.93	-4		-4
<b>TOTAL MINISTERIO DA PREVIDENCIA E ASSISTENCIA SOCIAL:</b>				28	0	28
<b>XXI-MINISTERIO DOS TRANSPORTES:</b>						
<b>XXI.1-Lloydbras-Cia de Navegacao Lloyd Brasileiro</b>	Uniao	1.00				
	Outros	0.00	1.00	-283		-283
<b>XXI.2-Enasa-Empresa de Navegacao da Amazônia SA</b>	Uniao	1.00	1.00	15	15	0
<b>XXI.3-Valec-Engenharia, Construcoes e Ferrovias SA</b>	Uniao	1.00	1.00	64		64
<b>TOTAL MINISTERIO DOS TRANSPORTES:</b>				-205	15	-220
<b>XXII-SECRETARIA DE PLANEJAMENTO E COORDENACAO:</b>						
<b>XXII.1-CBZ-XCia Brasileira de Zinco</b>		ND	ND	ND		ND
<b>XXII.2-CBC-Cia Brasileira de Cobre</b>	BNDESpar	1.00	1.00	31	31	0
<b>XXII.3-Mafersa Sociedade Anônima</b>	BNDES	0.33				
	BNDESpar	0.67				
	Outros	0.01	0.99	37	37	0
<b>XXII.4-Mineração Viçosa SA</b>		ND	ND	ND	ND	ND

	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
XXII.5-Mineração Caraiba LTDA	BNDSPar Outros	1.00 0.00	1.00	39		39
XXII.6-Usiméc-Usiminas Mecânica SA	BNDES Usiminas Gov. MG Outros	0.98 0.01 0.00 0.01	0.99	25	25	0
TOTAL SECRETARIA DE PLANEJAMENTO E COORDENACAO:				132	93	39
TOTAL EMPRESAS SOB SUPERVISAO MINISTERIAL:				999	232	767

## XXIII.EMPRESAS TÍPICAS DE GOVERNO:

XXIII.1-Artene-Artesanato do Nordeste SA	Sudene	1.00	1.00	0		0
XXIII.2-Colone-Cia de Colonizacao do Nordeste	Sudene BNB Gov. MA	0.98 0.00 0.02	0.98	9		9
XXIII.3-Codebar-Cia de Desenvolvimento do Nordeste	Uniao Gov. PA Pref. Barbac	1.00 0.01 0.00	1.00	12		12
XXIII.4-Codesaima-Cia de Desenvolvimento de Roraima	Roraima Suframa Finam	0.56 0.02 0.41	0.44	1		1
XXIII.5-Codevasf-Cia de Desenvolvimento do Vale de São Francisco	Uniao	1.00	1.00	33		33
XXIII.6-CFP-Cia de Financiamento da Produção	Uniao	1.00	1.00	19		19
XXIII.7-Franave-Cia de Navegacao do São Francisco	Uniao Gov. MG Gov. BA Outros	1.00 0.00 0.00 0.00	1.00	2	2	0
XXIII.8-Conesp-Cia Nordestina de Sondagens e Perfurações	Sudene Outros	1.00 0.00	1.00	0		0
XXIII.9-Embrater-Empresa Brasileira de Assist. Técnica e Extensão Rural	Uniao	1.00	1.00	5		5
XXIII.10-Radiobras-Empresa Brasileira de Comunicação SA	Uniao	1.00	1.00	12		12
XXIII.11-Embrapa-Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária	Uniao	1.00	1.00	165		165
XXIII.12-Geipot-Empresa Brasileira de Planejamento de Transportes	Uniao	1.00	1.00	4		4
XXIII.13-Embratur-Empresa Brasileira de Turismo	Uniao	1.00	1.00	8		8
XXIII.14-EBTU-Empresa Brasileira de Trens Urbanos	Uniao	1.00	1.00	537		537
XXIII.15-Embrafilme-Empresa Distribuidora Filmes			ND	ND		ND

	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
XXIII.16-HPCA-Hospital de Clinicas de Porto Alegre	Unlao	1.00	1.00	15		15
XXIII.17-SNBP-Servicos de Navegacao da Bahia do Prata SA	Uniao	1.00	1.00	4	4	0
<b>TOTAL EMPRESAS TÍPICAS DE GOVERNO:</b>				<b>825</b>	<b>6</b>	<b>820</b>

## XXIV-CONCESSIONARIAS ESTADUAIS DE ENERGIA:

XXIV.1-CELG-Centrals Eletricas de Goias SA	Eletronbras Outros	0.09 0.91	0.08	20		20
XXIV.2-Celesc-Centrals Eletricas de Santa Catarina SA	Eletronbras Outros	0.19 0.81	0.17	27		27
XXIV.3-Celpe-Centrals Eletricas do Pará	Eletronbras Sudam Outros	0.11 0.03 0.87	0.12	20		20
XXIV.4-Cepisa-Centrals Eléctricas do Piauí			ND	ND		ND
XXIV.5-Cemat-Centrals Eletricas Matogrossense SA	Eletronbras Outros	0.06 0.94	0.05	2		2
XXIV.6-CEB-Cia de Eletricidade de Brasília	Eletronbras Outros	0.05 0.95	0.04	4		4
XXIV.7-Eletronacre-Cia de Eletricidade do Acre			ND	ND		ND
XXIV.8-Coelba-Cia de Eletricidade da Bahia	Eletronbras Outros	0.09 0.91	0.08	16		16
XXIV.9-Cerj-Cia de Eletricidade do Rio de Janeiro	Eletronbras Outros	0.17 0.83	0.15	25		25
XXIV.10-Comgas-Cia de Gas de São Paulo	Cesp Outros	0.70 0.30	0.07	13		13
XXIV.11-Cealgas-Cia de Gas do Estado de Alagoas	Ceal	1.00	0.09	0		0
XXIV.12-Ceal-Cia Energetica de Alagoas	Eletronbras Outros	0.10 0.91	0.09	3		3
XXIV.13-Cemig-Cia Energetica de Minas Gerais	Eletronbras Outros	0.13 0.87	0.12	129		129
XXIV.14-Celpe-Cia Energetica de Pernambuco	Sudene Eletronbras Inkra Outros	0.00 0.00 0.00 1.00	0.00	0		0

	Acionistas em % do Capital Total		% do Capital da União Direta e Indireta 31/12/88	Valor do Patrimônio da União (US\$ milh.) 31/12/88	Empresas Privati- zadas ou Liqui- dadas	Patrimônio Líquido do Gov. Federal (US\$ milh.) Jan/94
	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)
XXIV.15-Cesp-Cia Energetica de Sao Paulo	Eletrobras 0.12 Outros 0.88		0.10	261		261
XXIV.16-Ceam-Cia Energetica do Amazonas	Eletrobras 0.10 Outros 0.90		0.09	5		5
XXIV.17-Coelce-Cia Energetica do Ceara	Eletrobras 0.14 Sudene 0.01 Outros 0.84		0.14	11		11
XXIV.18-Cemar-Cia Energética do Maranhão	Eletrobras 0.04 Sudene 0.02 Outros 0.93		0.06	0		0
XXIV.19-Cosem-Cia Energetica do Rio Grande do Norte	Eletrobras 0.05 Outros 0.95		0.04	2		2
XXIV.20-CEEE-Cia Estadual de Energia Elétrica	Eletrobras 0.06 Outros 0.94		0.05	22		22
XXIV.21-Copel-Cia Paranaense de Energia	Eletrobras 0.13 Outros 0.87		0.12	64		64
XXIV.22-CPFL-Cia Paulista de Força e Luz	Eletrobras 0.07 Cesp 0.75 Outros 0.17		0.14	41		41
XXIV.23-Eletropaulo-Eletricidade de São Paulo SA	Cesp 0.00 Light 0.49 Outros 0.51		0.40	0		0
XXIV.24-Enersul-Empresa de Energia Eletrica de Mato Grosso do Sul	Eletrobras 0.14 Furnas 0.02 Outros 0.84		0.14	12		12
XXIV.25-Energipe- Cia Distribuidora de Energia de Sergipe	Gov Est. Sei 0.84 Outros 0.16		0.00	0		0
XXIV.26-Gasmig-Cia de Gas de Minas Gerais	Cemig 0.77 MGI 0.20 Pref. B.Hor. 0.03		0.09	0		0
XXIV.27-Saelpa-SA de Eletrificacao da Paraiba	Eletrobras 0.07 Sudene 0.01 Embratel 0.00 Outros 0.92		0.08	2		2
<b>TOTAL CONCESSIONARIAS ESTADUAIS DE ENERGIA:</b>				679	0	679
<b>TOTAL GERAL</b>				29628	17	29613

Fonte: Perfil das Empresas Estatais 1989, ano-base 1988, SEST - Secretaria de Orçamento e Controle de Empresas Estatais, Secretaria de Planejamento e Coordenação da Presidência da República Rio de Janeiro 1989.

- 1\ - Os investimentos em subsidiárias e coligadas não foram descontados quando os dados dos balanços de 31/12/89 das subsidiárias ou coligadas não estava disponível.
- 2\ - Foi feita a hipótese de que a categoria "outros" era composta de acionistas do setor privado.
- 3\ - Foi utilizada a seguinte taxa de câmbio para transformação dos valores de NCZ\$ para US\$ 756.55 CR\$/US\$. Câmbio comercial

Textos para Discussão:

298. Bacha, E.L. "Selected international policy issues on private market financing for developing countries". feb. 1993
299. Bacha, E.L. "Latin America's reentry into private financial markets: Domestic and international policy issues". feb. 1993
300. Abreu, M.P.; Werneck, R.L.F. "Privatization and regulation in Brazil: The 1990-92 policies and challenges ahead". feb. 1993
301. Werneck, R.L.F. "Government failure and wretched statecraft: Lessons from the Brazilian vicious circle". apr. 1993
302. Amadeo, E. J. "Retraining under conditions of adjustment . The case of Brazil"
303. Amadeo, E. J. "Entre a lógica particular e a eficiência social.: Grupos de interesse e negociação coletiva no Brasil"
304. Carneiro, D. D.; Garcia, M. G. P. "Capital flows and monetary control under a domestic currency substitution regime: The recent Brazilian experience"
305. Abreu, M.P. "A dívida pública externa brasileira em francos franceses," 1888-1956"
306. Abreu, M.P. "The political economy of protectionism in Argentina and Brazil, 1880-1930"
307. Carneiro, D.D.; Werneck, R.L.F.; Garcia, M.G.P. "Strengthening the financial sector in the Brazilian economy"
308. Bonomo, M.; Garcia, R. "Disappointment aversion as a solution to the equity premium and the risk-free rate puzzles"
309. Gonzaga, Gustavo M. "Assymmetric employment cycles at the firm level: a dynamic labor demand model and some empirical evidence"
310. Amadeo, E. J. "An Economist's political view of democratization in Brazil"
311. Abreu, M. P. "O Brasil na Rodada Uruguaí do GATT: 1982-1993"
312. Amadeo, E. J. "Distributive and welfare effects of inflation and stabilization"
313. Bonomo, M. "Optimal two-sided and suboptimal one-sided state-dependent pricing rules"
314. Carneiro, D.D. "Adaptação inflacionária, política monetária e estabilização"
315. Amadeo, E.J. ; Camargo, J.M. "Institutions and the labor market in Brazil"
316. Amadeo, E.J. ; Villela, A. "Crescimento da produtividade e geração de empregos na indústria brasileira"