

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE CIÊNCIAS EXATAS E TECNOLOGIA
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO**

Selene de Souza Siqueira Soares

**A INFLUÊNCIA DE EVENTOS EXÓGENOS NO AUMENTO DE
RENTABILIDADE DAS EMPRESAS PRIVATIZADAS NA FASE
MANUFATUREIRA DO PND**

**São Carlos
2007**

**A INFLUÊNCIA DE EVENTOS EXÓGENOS NO AUMENTO DE
RENTABILIDADE DAS EMPRESAS PRIVATIZADAS NA FASE
MANUFATUREIRA DO PND**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE CIÊNCIAS EXATAS E TECNOLOGIA
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO**

**A INFLUÊNCIA DE EVENTOS EXÓGENOS NO AUMENTO DE
RENTABILIDADE DAS EMPRESAS PRIVATIZADAS NA FASE
MANUFATUREIRA DO PND**

Selene de Souza Siqueira Soares

Dissertação de mestrado apresentada
ao Programa de Pós-Graduação em
Engenharia de Produção como parte
dos requisitos para obtenção do
título de Mestre em Engenharia de
Produção

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Pinho

São Carlos

2007

**Ficha catalográfica elaborada pelo DePT da
Biblioteca Comunitária da UFSCar**

S676ie

Soares, Selene de Souza Siqueira.

A influência de eventos exógenos no aumento de rentabilidade das empresas privatizadas na fase manufatureira do PND / Selene de Souza Siqueira Soares. -- São Carlos : UFSCar, 2007.
136 f.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal de São Carlos, 2007.

1. Privatização. 2. Rentabilidade. 3. Mercado - desestatização. 4. Siderurgia. 5. Indústria petroquímica. 6. Indústria aeronáutica. I. Título.

CDD: 338.925 (20ª)



PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO
Rod. Washington Luís, Km. 235 - CEP. 13565-905 - São Carlos - SP - Brasil
Fone/Fax: (016) 3351-8236 / 3351-8237 / 3351-8238 (ramal: 232)
Email : ppgep@dep.ufscar.br

FOLHA DE APROVAÇÃO

Aluno(a): Selene de Souza Siqueira

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO DEFENDIDA E APROVADA EM 15/06/2007 PELA
COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Marcelo Silva Pinho
Orientador(a) PPGE/UFSCar

Prof. Dr. Hildo Meirelles de Souza Filho
PPGE/UFSCar

Prof. Dr. Luiz Fernando de Oriani e Paulillo
PPGE/UFSCar

Prof. Dr. Maurício Ribeiro do Valle
FEA/USP-RP

Prof. Dr. Alceu Gomes Alves Filho
Coordenador do PPGE

A meus pais, meus
maiores exemplos.

Agradecimentos

Agradeço a todos que direta ou indiretamente me deram condições para realizar este trabalho e torná-lo menos imperfeito. De modo especial agradeço...

A Deus, por mais esta conquista em minha vida.

A meus pais e meu irmão por todo apoio e incentivo durante o curso. A meu pai, agradeço por todas as críticas, sugestões e elogios, que em muito contribuíram para o resultado final deste trabalho.

Ao meu esposo, Márcio, por toda amizade, companheirismo e amor, especialmente nestes últimos meses de trabalho. Também agradeço pela paciência e ajuda nas ‘penosas’ e sempre incompletas, últimas correções.

Ao pessoal da república (e aos ‘agregados’) pela compreensão e amizade, próprios daqueles que estão no mesmo barco que a gente, convivendo com as mesmas alegrias e angústias da pós-graduação.

Ao meu orientador, Marcelo Pinho, por tudo que tem me ensinado sobre a pesquisa acadêmica e seus rigores. Obrigada por ensinar-me quanto à precisão em expressar idéias.

Aos professores da banca de qualificação, Luis Fernando e Hildo Meireles, não apenas pelo aceite em participar, mas pelas valiosas contribuições que deram.

Também gostaria de agradecer ao pessoal de relações com investidores, contabilidade e assessoria de imprensa de todas empresas pesquisadas, que gentilmente cederam os dados necessários para realização deste trabalho.

Especialmente agradeço ao professor Ariovaldo dos Santos, professor da FEA-USP e pesquisador da FIPECAFI, pela disponibilização de balanços contábeis da PQU, os quais não foram cedidos pela empresa integralmente.

Agradeço ainda à Fundação CAPES pelo apoio financeiro concedido a mim nos últimos 14 meses de trabalho.

E também ao pessoal da secretaria da pós, Raquel e Thiago, por facilitarem a vida de nós alunos o quanto possível!

A todos vocês, MUITO OBRIGADA!

Resumo

A privatização se disseminou em boa parte da economia mundial nas últimas décadas. O processo, que se iniciou nos anos setenta com o governo Thatcher na Grã Bretanha, rapidamente se espalhou pelo mundo. No Brasil, entre 1991 e 2000, foram vendidas mais de 130 empresas estatais, resultando em uma receita de US\$ 87,2 bilhões.

O objetivo desta dissertação é discutir e avaliar de forma quantitativa a influência de eventos considerados exógenos à mudança de propriedade no aumento de rentabilidade das empresas privatizadas na fase manufatureira do Programa Nacional de Desestatização (PND).

Um dos argumentos mais comuns a favor do processo é o aumento de rentabilidade das empresas após a venda. No Brasil, a maioria das empresas privatizadas na fase manufatureira do PND experimentaram expressivo aumento de rentabilidade na década de noventa. O aumento de eficiência interna destas empresas é a causa usualmente apontada, em geral, associando-o à alteração de gestão. Neste trabalho, argumenta-se que o resultado positivo das empresas privatizadas foi também influenciado por eventos exógenos à mudança do controle acionário, tendo estes fatores contribuído decisivamente para a melhoria dos resultados econômicos.

O trabalho se concentra nas principais empresas privatizadas na fase manufatureira. Este recorte é importante e necessário. Importante porque se trata de empresas de grande relevância no parque industrial nacional tanto em termos de produção quanto de faturamento e patrimônio; necessário, por configurar uma amostra mais homogênea. Todas apresentam características de indústria de transformação e foram desestatizadas em período relativamente curto e sob um aparato institucional semelhante.

Os resultados encontrados indicam que para o conjunto das empresas analisadas, cerca de 73% do aumento na rentabilidade se deveu a fatores exógenos. A siderurgia foi o setor que contou com maior participação de eventos desse tipo no total da variação da geração operacional de recursos - *GOR*, apresentando um percentual de participação em torno de 80% entre os anos de 1990 e 1994. Segue-se a este o setor petroquímico, no qual os eventos exógenos representaram cerca de 36% do total explicativo da variação em *GOR* entre os anos de 1991 e 1995. O setor de material aeronáutico apresentou valores em torno de 16% de participação dos eventos exógenos no aumento de rentabilidade entre os anos de 1993 e 1998.

Abstract

Privatization policy spread out worldwide in the last decades on the 20th century. The process that was initiated in the 1970s during the Thatcher Government in Britain grew rapidly. In Brazil, between 1991 and 2000, over 130 public companies were sold to the private sector resulting in US\$ 87,2 billion revenue.

This dissertation intends to discuss and evaluate in a quantitative way how phenomena which were considered exogenous to the ownership exchange influenced the financial performance of the privatized companies at the manufacturing phase of the Brazilian Privatization Program.

One of the most frequent arguments in favor of private ownership is the increase in profits. In Brazil, most companies sold at the manufacturing phase of the Brazilian Privatization Program experienced expressive improvement in their financial performance in the 1990s.

Several authors attribute the positive results that privatized companies achieved to the increase in their internal efficiency associated with new management pattern. This work shows that apart from these elements, other events exogenous to the exchange in the ownership highly contributed to improvement on their economical performance.

This work focus on the main companies privatized at the manufacturing phase. This selection is important and necessary. It is important because it refers to companies that play relevant roles in the national industrial complex in terms of production, as well as in revenue and assets. On the other hand, this selection is necessary because it assures a homogenous sample. All of them present the same manufacturing characteristics and faced a rather fast exchange ownership process under similar institutional apparatus.

The results indicate that around 73% of the profits increas were due to exogenous factors for the analyzed companies. The steel industry was the sector that relied on the largest share in this type of events, scoring 80% of participation on the total variation of the operational cashflow between 1990 and 1994, followed by oil sector for which exogenous factors represent almost 36% of the explained total of variation in operational cashflow between 1991 and 1995. The aeronautic material sector presented values around 16% of share in exogenous events in the results between 1993 and 1998.

Lista de quadros, gráficos e tabelas

<i>Quadro 1.1: Motivações da privatização</i>	13
<i>Quadro 3.1: Empresas siderúrgicas privatizadas no Brasil</i>	58
<i>Quadro 3.2: Indicadores das empresas siderúrgicas brasileiras privatizadas – 1992/199</i>	59
<i>Quadro 3.3: Investimentos previstos de 2001 a 2007 nas antigas estatais</i>	65
<i>Quadro 3.4: Mudanças no controle do capital das empresas petroquímicas brasileiras (1990-1994)</i>	74
<i>Quadro 3.5: Atuação de grupos empresariais na petroquímica – Pólo de Triunfo (1990-96)</i>	78
<i>Quadro 3.6: Atuação de grupos empresariais na petroquímica – Pólo de São Paulo (1990-96)</i>	78
<i>Quadro 3.7: Atuação de grupos empresariais na petroquímica – Pólo de Região Nordeste (1990-96)</i>	79
<i>Quadro 4.1: Datas de Venda das Empresas Seleccionadas para o Estudo e Intervalos de Análise</i>	95
<i>Gráfico 1.1: Perda de Bem-estar Quando um Preço Mínimo é Fixado Abaixo do Preço de Equilíbrio em Mercados Competitivos</i>	20
<i>Gráfico 1.2: Ganho de Bem-estar Quando uma Empresa Estatal Opera com $Cmg=D$ em Monopólio</i>	22
<i>Gráfico 1.3: Ganho de Bem-estar Quando uma Empresa Estatal Opera com Preços Abaixo do Preço-limite em Oligopólio</i>	24
<i>Gráfico 3.1: Indicadores de Investimento em P&D da Embraer (1991 a 1999)</i>	87
<i>Gráfico 5.1: Comportamento de IPA – OG Industrial e setorial (Cálculo de VPI) e Variação percentual de Preços Externos em moeda nacional (VPE)</i>	116
<i>Gráfico 5.2: Market-share da Petroflex no mercado de borrachas do Brasil de 1992 a 2000</i>	119
<i>Gráfico 5.3: Vendas de Borracha eSBR da Petroflex de 1992 a 2000</i>	120
<i>Gráfico 5.4:- Comportamento de IPA – OG Industrial e setorial (Cálculo de VPE)</i>	121
<i>Gráfico 5.5:- Aliquotas e volumes de importações de borrachas no Brasil de 1992 a 2000</i>	121
<i>Tabela 1: Dados selecionados: Siderurgia, Petroquímica e Embraer</i>	2
<i>Tabela 2.1: Número de Empresas Estatais Existentes em 1989</i>	30
<i>Tabela 2.2: Participação das Estatais na Produção Nacional - 500 Maiores Empresas Brasileiras em 1990</i> ..	30
<i>Tabela 2.3: Composição setorial das privatizações brasileiras (1990-2005)</i>	35
<i>Tabela 2.4: Resultado geral das privatizações de 1990 a 2005</i>	36
<i>Tabela 2.5: Resultado de vendas por moeda utilizada</i>	41
<i>Tabela 2.6: Resultado de venda por investidor</i>	42
<i>Tabela 2.7: Privatização: receita e dívidas transferidas 1985-2002</i>	42
<i>Tabela 3.1: Rentabilidade do PL (LL/PL - em %)</i>	54
<i>Tabela 3.2: Indicadores da Siderurgia Brasileira (1989-1996)</i>	59
<i>Tabela 3.3: Ajustamento de pessoal em siderúrgicas integradas privatizadas</i>	61
<i>Tabela 3.4: Produção, emprego e produtividade na siderurgia brasileira (1989/1995)</i>	62
<i>Tabela 3.5: Saneamento financeiro das siderúrgicas integradas privadas</i>	67
<i>Tabela 3.6: Empresas petroquímicas privatizadas no Brasil</i>	73
<i>Tabela 3.7: Indicadores de Produção</i>	86
<i>Tabela 3.8: Indicadores de Investimento em P&D da Embraer</i>	87
<i>Tabela 3.9: Indicadores de Desempenho Econômi-financeiro da Embraer</i>	88
<i>Tabela 5.1: Siderurgia - Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização no Período de 1990-1994</i>	111
<i>Tabela 5.2: Siderurgia - Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização no Período de 1990-1995</i>	115
<i>Tabela 5.3: Siderurgia - Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização no Período de 1990-1996</i>	1156
<i>Tabela 5.4: Petroquímica- Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização no Período de 1991-1995</i>	1158
<i>Tabela 5.5: Petroquímica- Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização no Período de 1991-1996</i>	121
<i>Tabela 5.6: Embraer- Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização no Período de 1993-1996 e 1998</i>	122
<i>Tabela 6.1: Total geral -- Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização</i>	124
<i>Box 2-1: Receita de vendas</i>	36

Sumário

RESUMO	VI
ABSTRACT	VII
LISTA DE QUADROS, GRÁFICOS E TABELAS	VIII
LISTA DE ABREVIATURAS	XI
INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1 - ABORDAGENS TEÓRICAS DA PRIVATIZAÇÃO	9
1.1 – CONCEITO DE PRIVATIZAÇÃO	10
1.2 – MOTIVAÇÃO DOS PROCESSOS DE PRIVATIZAÇÃO	12
1.3 – RELAÇÃO ENTRE PRIVATIZAÇÃO E RENTABILIDADE	14
1.4 – PROPRIEDADE, EFICIÊNCIA E ESTRUTURAS DE MERCADO	17
1.4.1 – EMPRESAS EM ESTRUTURAS DE MERCADO CONCORRENCIAIS	19
1.4.2 – EMPRESAS EM ESTRUTURAS DE MERCADO CONCENTRADAS	22
CONSIDERAÇÕES FINAIS	25
CAPÍTULO 2 – PRIVATIZAÇÃO BRASILEIRA	27
2.1 – ANTECEDENTES	28
2.2 – A PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL	32
2.2.1 – SEGUNDA FASE: O PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO	34
2.3 – RESULTADOS ALCANÇADOS	40
2.3.1 – RECEITAS DE VENDAS	40
2.3.2 – RESULTADOS FISCAIS	43
2.3.3 – RESULTADOS MICROECONÔMICOS	45
CONSIDERAÇÕES FINAIS	49
CAPÍTULO 3 – MUDANÇA ESTRUTURAL NA FASE MANUFATUREIRA DA PRIVATIZAÇÃO	51
3.1 – SIDERURGIA	52
3.1.1 – SIDERÚRGICAS PRIVATIZADAS	54
3.1.1.1 – Usiminas	54

3.1.1.2 – Piratini	55
3.1.1.3 – Companhia Siderúrgica de Tubarão – CST	55
3.1.1.4 – Acesita	56
3.1.1.5 – Cosinor	56
3.1.1.6 – Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	56
3.1.1.7 – Cosipa	57
3.1.1.8 – Açominas	57
3.1.2 – PRIVATIZAÇÃO E REESTRUTURAÇÃO NA SIDERURGIA	58
3.1.3 - EVENTOS EXÓGENOS IDENTIFICADOS NA SIDERURGIA	66
3.2 – PETROQUÍMICA	68
3.2.1 - EMPRESAS ANALISADAS	71
3.2.1.1 – Petroflex	71
3.2.1.2 – Copesul	71
3.2.1.3 – PQU – Petroquímica União	72
3.2.2 – PRIVATIZAÇÃO E REESTRUTURAÇÃO NA PETROQUÍMICA	75
3.2.3 – EVENTOS EXÓGENOS IDENTIFICADOS PARA A PETROQUÍMICA	79
3.3 - EMBRAER	80
3.3.1 – O PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO	83
3.3.2 – PRINCIPAIS MUDANÇAS OCORRIDAS NO PERÍODO PÓS-PRIVATIZAÇÃO	84
FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA. DADOS DE BERNARDES (2000B:32)	87
3.3.3 – EVENTOS EXÓGENOS IDENTIFICADOS PARA A EMBRAER	88
CONSIDERAÇÕES FINAIS	91
<u>CAPÍTULO 4 - METODOLOGIA DE CÁLCULO</u>	<u>93</u>
4.1 - ASPECTOS GERAIS DA METODOLOGIA	93
4.2 - SIDERURGIA	96
4.3 - PETROQUÍMICA	104
4.4 - EMBRAER	107
<u>CAPÍTULO 5 - ANÁLISE DOS RESULTADOS</u>	<u>109</u>
5.1 - SIDERURGIA	109
5.2 - PETROQUÍMICA	118
5.3 - EMBRAER	123
<u>CAPÍTULO 6 – CONCLUSÕES FINAIS</u>	<u>125</u>
<u>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</u>	<u>109</u>

Lista de Abreviaturas

ABIQUIM - Associação Brasileira da Indústria Química
ANATEL - Agência Nacional de Telecomunicações
ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica
BNDE – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPAR - BNDES Participações S.A
CBE - Companhia Brasileira de Estireno S.A.
CBP - Companhia Brasileira de Poliuretanos
CEF – Caixa Econômica Federal
CIP – Conselho Interministerial de Preços
CND - Conselho Nacional de Desestatização
COFAVI - Cia. Ferro e Aço Vitória
CPC - Companhia Petroquímica de Camaçari
CQR - Companhia Química do Recôncavo S.A.
CSN – Companhia Siderúrgica Nacional
CST - Companhia Siderúrgica de Tubarão
CTA - Centro Tecnológico da Aeronáutica
CVRD – Companhia Vale do Rio Doce
DLSP - Dívida Líquida do Setor Público
DOAR - Demonstrativos de Origem e Aplicação de Recursos
DVA - Demonstrativo de Valor Adicionado
EDN - Estireno do Nordeste S.A.
EPB - Evolução do preço da borracha
EPE - Evolução dos Preços Externos
eSBR - Borracha de Estireno-butadieno em Emulsão
FGV - Fundação Getulio Vargas
FINAC - Programa de Financiamento ao Acionista
FUNASI – Fundo Nacional de Siderurgia
GLP - Gás Liquefeito de Petróleo
GOR - Geração Operacional de Recursos
IBS – Instituto Brasileiro de Siderurgia

IGP-DI - Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna
II PND – II Plano Nacional de Desenvolvimento
IPA-OG - Índice de Preços por Atacado - Oferta Global
IPEA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
ITA - Instituto Tecnológico da Aeronáutica
LL - Lucro Líquido
LPI - Liberação de Preços Internos
MAE - Mercado Atacadista de Energia
MICT - Ministério de Ciência e Tecnologia
NFSP - Necessidade de Financiamento do Setor Público
OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ONS - Operador Nacional do Sistema Elétrico
P&D – Pesquisa e Desenvolvimento
PBLH - Polibutadieno Líquido Hidroxilado
PIB – Produto Interno Bruto,
PL – Patrimônio Líquido
PND – Programa Nacional de Desestatização
PPH - Companhia Industrial de Polipropileno S.A.
PQU – Petroquímica União
PROEX - Programa de Financiamento às Exportações
PSN - Plano Siderúrgico Nacional
PVC - Poli Cloreto de Vinila
RFFSA - Rede Ferroviária Federal S.A.
RMI - Recuperação do Mercado Interno
SBR – Borracha de estireno-butadieno
SEST - Secretaria Especial de Controle das Estatais
SFI - Saneamento Financeiro Precedente à Privatização
SIBRA - Eletrosiderúrgica Brasileira
SOBEET - Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização
Econômica
USIBA - Usinas Siderúrgicas da Bahia

Introdução

Os estudos que procuram analisar os resultados do Programa Nacional de Desestatização têm apontado em grande parte o aumento de rentabilidade nas empresas privatizadas. Esta evidência foi amplamente difundida e constitui atualmente um dos principais argumentos em defesa das privatizações brasileiras. A tabela 1 mostra que a melhora dos indicadores das empresas privatizadas na fase manufatureira do PND é perceptível.

Este aumento, freqüentemente muito significativo, na rentabilidade induz a avaliação de que a mudança de gestão, de pública para privada, foi por si só capaz de promover todos os avanços percebidos¹, os quais, em última instância, se refletem na lucratividade. Uma avaliação mais abrangente, no entanto, identifica duas fontes distintas para esses ganhos e melhorias:

- a) Internas à empresa: como o aumento de produtividade e eficiência, melhor gerenciamento de pessoal, alterações na gestão de investimentos e aplicações das empresas, melhoria do relacionamento entre fornecedores e clientes;
- b) Externas à empresa: como alterações na configuração e oportunidades do setor e no ambiente macroeconômico nacional e internacional.

¹ Citações como esta são comuns na defesa do processo de privatização: “os sucessos da privatização na siderurgia são provas contundentes de como a iniciativa particular administra melhor que o governo na produção de bens privados, mesmo quando considerados estratégicos. Desde então estas empresas passaram a lucrar mais e aumentar seus investimentos. Estão satisfeitos os acionistas, os empregados e os compradores de produtos siderúrgicos. O governo livrou-se do ônus que era a dívida da antiga SIDERBRÁS. Só estão frustrados os políticos que miravam essas empresas como cabides de empregos.” (SIMONSEN, 1995 *apud* NUNES e NUNES, 1998:203). Ver ainda: Pinheiro e Giambiagi (1996) e Faria e Campelo (1996)

Tabela 1

Dados selecionados: Siderurgia, Petroquímica e Embraer

Em milhares de R\$ de dezembro de 2006

	Lucro Líquido			GOR			Endividamento (PC+ELP)		
	1990	1994	Δ1990-1994	1990	1994	Δ1990-1994	1990	1994	Δ1990-1994
Siderúrgicas									
Acesita	(156.753)	491.237	647.989	(231.522)	490.129	721.651	1.220.237	1.022.436	(197.801)
Açominas	(1.034.213)	26.262	1.060.475	(820.322)	357.173	1.177.495	3.412.792	2.021.594	(1.391.198)
Cosipa	(377.701)	122.548	500.249	(1.165.560)	564.105	1.729.666	8.357.162	4.922.480	(3.434.682)
CSN	(3.317.137)	415.244	3.732.381	(1.729.826)	2.086.686	3.816.511	11.033.430	3.733.454	(7.299.976)
CST	(949.804)	690.273	1.640.077	(491.182)	622.992	1.114.173	3.467.920	2.353.923	(1.113.997)
Usiminas	(38.097)	928.000	966.097	502.991	1.268.482	765.491	2.735.944	4.053.867	1.317.923
Soma	(5.873.704)	2.673.565	8.547.269	(3.935.421)	5.389.566	9.324.987	30.227.484	18.107.753	(12.119.731)
	1993	1998	Δ1993-1998	1993	1998	Δ1993-1998	1993	1998	Δ1993-1998
Embraer	(442.417)	309.802	336.884	(223.691)	513.430	737.121	3.689.573	3.653.945	(35.628)
Petroquímicas	1991	1995	Δ1991-1995	1991	1995	Δ1991-1995	1991	1995	Δ1991-1995
Copesul	(62.423)	177.551	239.974	357.499	425.772	68.273	n.d.	786.872	n.d.
Petroflex	(138.306)	8.914	147.220	(58.209)	33.868	92.077	186.337	537.898	351.561
PQU	(56.126)	(14.719)	41.407	127.832	267.098	139.266	511.307	640.490	129.183
Soma	(256.855)	171.746	428.601	427.122	726.738	299.616	697.644	1.965.260	480.744

Fonte: Balanço contábil das empresas, vários anos.

Elaboração própria

Não há como negar a importância da mudança de gestão em cada uma destas empresas e os benefícios que o fim da administração pública proporcionou, principalmente no que se refere à redução da burocracia para a tomada de decisões e a não utilização das empresas como instrumentos de política econômica (preços administrados para favorecer o combate à inflação). Contudo, em meio a todas as mudanças ocorridas na economia brasileira e nestes mercados na década de 90, é necessário estudar o impacto de eventos de outra natureza no aumento de rentabilidade das empresas privatizadas. Neste trabalho, este tipo de evento será chamado exógeno.

São considerados como exógenos todos aqueles eventos que não estão diretamente relacionada à mudança na propriedade. Em outras palavras, são todas as variáveis com as quais as empresas se deparam cotidianamente, mas que não são e não podem ser decididas no âmbito da administração empresarial. Por exemplo, as oscilações nas taxas de juros e as variações cambiais são eventos que afetam a rentabilidade sobre os quais a administração não possui controle. De outro modo, aumento da produção, contratação ou demissão de pessoal, negociação com fornecedores são eventos endógenos à administração. Sobre eles a administração das empresas possui influência e capacidade de decisão. Este último não será abordado neste estudo, que se limita à avaliação e mensuração dos eventos exógenos.

No caso da privatização brasileira, coube avaliar também especificidades do processo de desestatização de cada empresa. Considerando a situação de prejuízo que prevalecia antes da privatização, algumas empresas foram submetidas a um processo de saneamento de seus passivos, o que, num segundo momento, acarreta aumento na rentabilidade não relacionado à mudança de gestão. Assim, a dissertação se sustenta em duas hipóteses:

- 1) A rentabilidade das empresas está sujeita a influências diversas e não pode ser associada apenas à eficiência interna; e,
- 2) Praticamente todos os setores privatizados, que não atuam em redes mais extensas e infra-estruturais, em maior ou menor grau, sofreram a influência de eventos exógenos em seus resultados econômico-financeiros.

Isto posto, o estudo propõe a análise de duas questões correlatas: a) o estudo do processo de privatização brasileiro, concentrando-se em sua fase manufatureira (1991-94) e b) a identificação e estimativa dos efeitos de eventos exógenos que influenciaram a rentabilidade

das empresas privatizadas, procurando estimar a parcela de responsabilidade desses eventos no aumento total da rentabilidade.

O objetivo geral desta dissertação é, portanto, identificar e avaliar quantitativamente os fatores exógenos que influenciaram a rentabilidade das principais empresas privatizadas na fase manufatureira do PND. Isto é, naquele período inicial da privatização durante a primeira metade da década de 90 em que o programa de desestatização concentrou-se em empresas da indústria de transformação. Reconhecemos, contudo, a limitação do método escolhido, sendo considerável a possibilidade de não abranger todos os eventos exógenos que, de fato, influenciaram a rentabilidade das empresas no período analisado. Desta forma, avaliamos que a diferença entre a parcela dos eventos exógenos e o total da variação da geração operacional de recursos deve ser creditada a eventos de natureza endógena e/ou a outros eventos exógenos que não foram identificados pelo estudo.

O objetivo do trabalho se desdobra em quatro objetivos específicos: 1) o estudo das teorias que tratam da privatização no Brasil e no mundo; 2) a análise da estrutura industrial e dinâmica competitiva dos setores desestatizados; 3) o levantamento das dificuldades que envolvem o tratamento dos demonstrativos contábeis, os quais serão a base de dados e 4) comparar os aumentos de rentabilidade em cada setor estudado, analisando as causas que os levaram a ser influenciados em maior ou menor grau pelas variáveis exógenas identificadas.

Metodologia

Para cumprir os objetivos traçados e examinar as hipóteses listadas, a dissertação procurará estimar o efeito de cada evento exógeno sobre a rentabilidade das empresas privatizadas na fase manufatureira. O indicador de rentabilidade adotado no trabalho é a Geração Operacional de Recursos (GOR), discriminada nos Demonstrativos de Origem e Aplicação de Recursos (DOAR). Este demonstrativo permite a identificação clara dos fluxos financeiros que aumentaram ou reduziram o capital circulante líquido, indicando suas origens e aplicações. Utilizando este indicador, minimizam-se os efeitos das alterações nos procedimentos de elaboração dos demonstrativos contábeis ao longo do período analisado.

A análise se concentrará nos setores siderúrgico, petroquímico e material aeronáutico. Serão analisadas as empresas destes três setores que experimentaram efetiva mudança de controle acionário de público para privado. Esta ressalva é especialmente válida para o setor

petroquímico, do qual 27 empresas foram incluídas no PND. Contudo, somente nas 3 empresas selecionadas para o estudo (Copesul, PQU e Petroflex) houve estritamente falando transferência de controle de público para privado. Em todas as demais, a privatização ocorrida na fase manufatureira restringiu-se à venda de participações minoritárias do governo federal. Por esta razão, não farão parte do estudo proposto.

Por outro lado, a concentração da pesquisa nos setores manufatureiros confere consistência interna ao objeto de estudo, dada a maior homogeneidade da institucionalidade que geriu as vendas dessas empresas. Justifica-se assim a exclusão da análise de: a) casos de privatização de setores de infra-estrutura afetados por mudanças fundamentais em sua forma de regulação e b) privatização de uma empresa como a CVRD, cuja ampla diversificação de atividades dificulta sobremaneira a análise proposta.

Quanto ao intervalo de análise, podemos considerar que a venda das empresas escolhidas para o estudo se deu num período relativamente curto. Assim, definimos os períodos básicos de análise segundo setores, considerando para o cálculo um intervalo que vai de um ano antes da primeira empresa ser vendida até um ano após a última venda. Este intervalo tão restrito quanto possível, favorece a precisão dos resultados obtidos, evitando a intercorrência de efeitos endógenos e exógenos sobre a acumulação de recursos pelas empresas. Uma única exceção será feita no caso da Embraer. Avaliando a natureza dos eventos identificados como exógenos, juntamente com a complexidade financeira e tecnológica desta atividade produtiva, o período de apenas um ano após a venda seria demasiadamente curto para captar o impacto destes fatores. Desta forma, para o setor de material aeronáutico será utilizado um período que vai de um ano antes da privatização até dois anos após a venda.

A metodologia de cálculo utilizada neste trabalho será baseada no método desenvolvido em Pinho e Valle (2000), que teve como foco o setor siderúrgico. Esta metodologia já foi testada e será aplicada também aos setores petroquímico e de material aeronáutico, evidentemente, acompanhada das devidas adequações. Os avanços realizados em relação a metodologia de Pinho e Valle (2000) são: 1) no caso siderúrgico, estendeu-se o período de análise de modo a verificar a sensibilidade da metodologia à definição do espectro temporal coberto para a pesquisa; 2) ampliou-se o objeto de análise para outros setores – petroquímica e material aeronáutico; nestes casos, foi necessário identificar os eventos exógenos e construir as fórmulas para calcular seus efeitos.

Assim, a dissertação procurou primeiramente identificar os eventos exógenos a partir da revisão da literatura setorial, para, em seguida, ajustar e detalhar a metodologia de estimação destes efeitos sobre a geração de caixa das empresas. Adotando-se critérios de análise semelhantes, garante-se a comparabilidade entre os resultados de cada setor.

A fim de ilustrar a metodologia para realização dos cálculos, apresenta-se a seguir o cálculo dos efeitos de um evento exógeno sobre o aumento de rentabilidade para uma empresa siderúrgica no período de 1990 a 1994. A ilustração será baseada num indicador que procura captar os efeitos da liberação dos preços internos do aço, indicador chamado de LPI. Resumidamente, podemos dizer que a limitação dos preços siderúrgicos como mecanismo de política antiinflacionária era entrave para a rentabilidade das empresas. Alteradas as características de regulação de preços internos, certamente há efeitos positivos na rentabilidade².

O indicador LPI pode ser calculado de duas formas. *LPI1* reflete somente o efeito da liberação dos preços sobre as quantidades vendidas no período anterior à privatização, enquanto que *LPI2* capta efeitos nas quantidades vendidas nos períodos anteriores e posteriores à privatização. Então temos:

$$LPI1_i = VMI_i^{90} \times VPI_i \quad \text{e} \quad LPI2_i = VMI_i^{96} \times \left(\frac{VPI}{1 + VPI} \right)$$

Onde:

VMI_i^t é a receita líquida de vendas no mercado interno pela empresa *i* no ano *t*; e

VPI é a variação percentual real do índice de preços internos entre 1990-1994.

No caso da CSN, o valor dos parâmetros relevantes para o cálculo são:

$$GOR_{90} = - \text{R\$ } 1.729.826,00$$

$$GOR_{94} = \text{R\$ } 2.086.686,00$$

$$VMI^{90} = \text{R\$ } 2.048.473,00$$

$$VMI^{94} = \text{R\$ } 3.873.320,00$$

$$VPI_{90-94} = 18,4\%$$

² A definição detalhada da metodologia de cálculo deste evento é apresentada na seção 4.2. O objetivo neste momento é apenas esclarecer, por meio de um exemplo, a natureza do exercício realizado nesta dissertação.

Desta maneira, temos:

Indicador	Valor em R\$ de 2006	Variação GOR 1990-1994	Participação na variação da GOR de 1990 a 1994
LPI1	377.738,00	3.816.511,00	9,9%
LPI2	603.048,00		15,8%

Ou seja, a liberação dos preços internos contribuiu para o aumento da geração operacional de recursos da CSN num montante superior a 9% da variação³. Ou seja, dos R\$3,8 bilhões de variação na GOR, pode-se dizer que pelo menos R\$ 378 milhões foram resultado da liberação dos preços do aço e, em outras palavras, do fim do controle de preços siderúrgicos.

Estrutura do trabalho

O trabalho compreende cinco capítulos além do tópico introdutório. O primeiro capítulo destina-se à discussão das teorias de privatização, indicando as principais motivações que conduziram aos processos de desestatização e as relações entre propriedade, rentabilidade e eficiência no plano teórico.

O segundo capítulo se concentra no estudo do processo de privatização brasileiro, reconhecidamente um dos maiores do mundo, destacando, ainda que brevemente, o processo de estatização da economia e as principais causas da reviravolta histórica em direção às privatizações. Serão abordados também os principais resultados identificados pela literatura em termos de receitas de vendas, resultados fiscais e microeconômicos.

O terceiro capítulo trata da análise das mudanças na estrutura industrial dos setores escolhidos para o estudo. Serão discutidas as particularidades do processo de privatização nestes setores, bem como os principais resultados em termos de reestruturação industrial. O objetivo principal deste capítulo, de fato, é realizar uma identificação prévia dos principais eventos exógenos à gestão que influenciaram a rentabilidade das empresas no período imediatamente após a mudança de propriedade.

O capítulo quatro tem como objetivo a definição das fórmulas matemáticas e dos procedimentos de análise contábil requeridos para a estimativa dos efeitos dos eventos exógenos identificados anteriormente. Neste capítulo, serão definidos parâmetros para a

³ Os detalhes acerca da necessidade de estimar de duas maneiras a participação do evento na variação da GOR serão mais bem explicados no capítulo 4, assim como a opção da pesquisa por um ou outro indicador.

análise e explicitadas as decisões de nível metodológico para efetivação dos cálculos. Também serão relatadas as dificuldades e ajustes necessários para uso dos demonstrativos contábeis em período de alta inflação. A compreensão dos procedimentos de elaboração dos demonstrativos contábeis ao longo do período proposto é imprescindível, pois ao longo dele predominaram altos índices de inflação, o que exigiu das empresas adequações em seus demonstrativos, as quais não são necessariamente coincidentes. É, portanto, necessário o esforço de homogeneização de dados, a fim de não comprometer os resultados encontrados.

No capítulo cinco será feita a avaliação dos resultados encontrados, segundo alguns critérios. Primeiramente serão discutidos os resultados por empresa, avaliando a relevância de cada evento para explicação do aumento em GOR. Posteriormente será feita uma análise setorial dos resultados encontrados, incluindo aí a participação relativa dos resultados individuais por empresa no somatório do setor. A partir daí, é feito um esforço de comparabilidade entre os setores, discutindo os diferentes impactos dos eventos coincidentes. Ao fim do capítulo serão discutidas as limitações da análise e as principais interpretações dos resultados encontrados.

Capítulo 1 - Abordagens Teóricas da Privatização

A privatização é um fenômeno que se disseminou amplamente na economia mundial nos anos oitenta e noventa. A amplitude das implicações do processo de privatização estimulou a realização de inúmeros estudos e análises. Diante da vasta literatura sobre o assunto e da influência da privatização nas economias nacionais, o tema não poderia deixar de ser controverso.

Muito mais do que a operação rotineira do governo, a privatização atrai grande atenção da mídia e da sociedade. São perceptíveis posicionamentos extremados contra e a favor do tema, levantando-se razões políticas e econômicas para justificar os posicionamentos.

Segundo Paula (1998:87), de um lado, exageram-se as virtudes do processo, idealizando a privatização como uma panacéia que sempre resulta em benefícios de ordem micro e macroeconômica e, de outro, superestimam-se suas conseqüências desastrosas, tomando a privatização como sinônimo de descalabro financeiro e dilapidação do patrimônio público. Schneider (1992:8) indica que a ‘polemização’ do tema é aumentada pela desconfiança e preocupações políticas, já que há muitas formas de se usar recursos públicos para ganhos pessoais e também porque os valores de venda de estatais sempre parecem ser baixos.

A complexidade do tema permite que vários aspectos sejam abordados nas discussões, desde questões relativas às teorias e motivações das privatizações até estudos de caso, analisando empresas e setores privatizados em um ou mais países. Parte considerável da literatura existente sobre o assunto concentra-se em dois aspectos do processo: a crise fiscal e a ineficiência das estatais quando comparadas a empresas privadas. Surpreendentemente, a maioria dos estudos brasileiros sobre o tema tem se concentrado apenas no primeiro aspecto, que investiga a contribuição da privatização para o ajuste fiscal. O oposto parece ocorrer na literatura internacional, que dedica maior atenção à explicação do que causaria mudanças de

performance nas empresas após a privatização. De todo modo, fica evidente nos estudos sobre privatização seu caráter parcial, de forma que esta produção de “ilhas de teoria” se mostra relevante para explicar alguns aspectos, mas não outros.

A despeito da complexidade do tema, este capítulo tem caráter introdutório e objetiva, na medida do possível, facilitar a compreensão do assunto. O que se pretende aqui é conceituar o termo ‘privatização’ e evidenciar as motivações que têm sido apontadas para defender a desestatização em escala internacional. Posteriormente será feito um esforço teórico de correlacionar propriedade, rentabilidade e estruturas de mercado, seguindo-se a esta análise uma breve conclusão. Ainda que citados ao longo desse texto, os impactos macroeconômicos da desestatização somente serão tratados no capítulo 2, que se dedica exclusivamente ao estudo do processo de privatização brasileiro.

1.1 – Conceito de Privatização

Assim como os posicionamentos a respeito do tema, a definição de privatização também é controversa. Segundo Donnison (1984) *apud* Lundqvist (1988:2), a palavra privatização foi inicialmente utilizada por políticos e disseminada por jornalistas. O termo apresentava nesta época uma conotação muito mais simbólica, representando não um evento claro, mas a existência de conflito quanto à participação do Estado na economia e seu poder de interferência nos mercados e por isso, à época, a palavra somente era utilizada entre aspas. A evidência de que privatização poderia designar desde a transferência de propriedade das empresas estatais para o setor privado até o aumento da regulação em setores específicos, acarretava uma indefinição a respeito do evento em questão, de maneira que a incerteza sobre o que exatamente se estaria discutindo dava aos veículos de comunicação uma melhor compreensão da palavra enquanto conflito que um evento concreto.

Lundqvist (1988), num esforço para definir privatização, considera que uma característica fundamental do processo é a intenção governamental de transferir responsabilidades públicas para a iniciativa privada e não deve ser confundida com a simples introdução de princípios de mercado na atividade estatal (HOOD, 1991). Para o autor, a privatização vai além da diminuição da participação do Estado na esfera produtiva, estendendo-se até a diminuição dos subsídios e da regulamentação pública. Assim, a privatização se daria em três esferas: produção, financiamento e regulação. A partir da combinação entre as esferas, que podem

ser desempenhadas por instituições públicas e privadas, ele chega a oito categorias que vão de uma situação em que as três são de responsabilidade de instituições públicas ao extremo oposto, na qual as três são executadas por instituições privadas.

Uma abordagem como esta explicita a possibilidade de combinações entre os espaços público e privado em uma economia. Se, por um lado, isso ajuda a entender melhor o comportamento do governo, por outro, dificulta a comparação entre casos de privatização, visto que em alguns casos havendo a privatização da produção, ocorre em paralelo a maior estatização da regulamentação. Um exemplo deste fato é a privatização britânica de serviços públicos: água, gás e eletricidade.

Kolderie (1990) *apud* Paula (1998:90) também estabelece diferentes níveis de privatização combinando dois vetores: produção e suprimento. O governo pode privatizar a produção sem alterações na condição de suprimento público. Por exemplo, a contratação de um hospital para fornecimento de serviços hospitalares não altera o fato de a saúde ser suprida pelo Estado. Ao contrário, o Estado poderia privatizar o suprimento se decidisse não fornecer tratamento médico em hospitais públicos a alguma parcela da população. Para Kolderie, a privatização mais completa ocorre quando o Estado deixa de suprir algo.

Já Kay e Thompson (1986) indicam que a privatização se refere a uma alteração nas relações estabelecidas entre a atuação governamental e o setor privado. Estas mudanças nas relações podem acontecer de três formas: a) Desnacionalização: venda de ativos de propriedade direta ou indireta do Estado; b) Desregulamentação: por meio da promoção de maior competição entre empresas estatais; e c) Contratação de empresas privadas pelo setor público.

Outros autores, como Feigenbaum e Hening (1994) indicam que embora alguns estudiosos limitem a privatização a uma venda de um ativo do governo para a iniciativa privada, outras atitudes mais suaves de saída do Estado da atividade econômica também podem ser incluídas num sentido mais “fraco” de privatização.

Pode-se dizer que o que há de comum em todas estas abordagens é que a privatização sempre apresenta um contramovimento do tamanho e atuação do governo, que cresceu fortemente em muitos países desenvolvidos e em desenvolvimento do final da Segunda Guerra Mundial até os anos setenta.

Dado o escopo desta pesquisa - empresas privatizadas na fase manufatureira do processo de privatização brasileiro - a privatização não será abordada neste trabalho nas diversas formas que o terreno pode assumir. Por se tratar de empresas produtoras de bens, a privatização requeria um conjunto menos amplo de mudanças institucionais. Mais especificamente, esses setores dispensaram uma estrutura setorial de regulação, presumindo-se que a própria lógica do funcionamento do mercado em uma economia aberta à importação limitaria o exercício do poder de mercado. Além disso, a estrutura industrial nessas atividades, diferentemente do que ocorre em vários dos principais setores da infra-estrutura, não está sujeita a uma organização em rede e, deste modo, não exigiu reestruturações das empresas tão extensas quanto as que ocorreram em monopólios verticalizados como telefonia e eletricidade. Desta maneira, a privatização é aqui entendida como a transferência do controle de empresas do Governo para a iniciativa privada, sem considerar questões como regulação e suprimento de serviços e venda de participações minoritárias.

1.2 – Motivação dos Processos de Privatização

Como já explicitado, a privatização tem sido estudada sob os mais variados enfoques. Um deles é o estudo das motivações e dos obstáculos para a privatização. Almeida (1989), abordando os objetivos e argumentos das privatizações inglesas, indica que a análise da literatura disponível permite detectar a presença de objetivos de natureza variada, por vezes conflitantes, alternando seus graus de predominância conforme a época e a empresa ou setor a ser privatizado. De maneira geral, a maioria das interpretações consideradas pelo autor indicam cinco objetivos principais:

- a) melhoria da eficiência econômica das empresas;
- b) redução da influência político-governamental no processo de tomada de decisão dessas firmas;
- c) obtenção de receitas por meio da venda de estatais;
- d) promoção do capitalismo popular com a venda de ações para a população e;
- e) enfraquecimento do poder dos sindicatos de trabalhadores.

Partindo basicamente das mesmas motivações elencadas por Almeida (1989) e subdividindo-as em dois grandes grupos, Manzetti (1993) estuda os componentes políticos da privatização em economias em desenvolvimento, enfatizando o caso argentino. Para ele, a motivação para a privatização pode ser ideológica ou pragmática. A motivação ideológica se relaciona com o alinhamento entre a privatização e o projeto do líder político, enquanto a motivação pragmática se relaciona mais claramente com o consenso liberal de que a economia de livre mercado é mais eficiente que a intervenção estatal. Resumidamente, Manzetti diferencia objetivos de cunho político e econômico, sendo que para efetivação de qualquer uma das motivações é necessário que haja interesse dos líderes políticos. As motivações elencadas pelo autor estão sintetizadas no quadro 1.1.

Quadro 1.1

Motivações da Privatização

Pragmática	Afinidade com projeto do líder político Economia de mercado considerada mais eficiente do que a intervenção estatal Enfraquecimento do poder sindical
Ideológica	Redução do déficit público Melhoria do clima empresarial Racionalização das operações do Estado Melhoria da eficiência econômica Apoio e pressão de bancos e outros governos Resultado positivo de experiências passadas Falta de alternativas

Fonte: Manzetti (1993:432)

Segundo Schamis (1993) *apud* Paula (1998), o principal objetivo da privatização é redefinir o equilíbrio público/privado na economia, bem como o desenho das instituições estatais. Além disso, a privatização permitiria quebrar coalizões políticas antigas, aumentando a orientação para o mercado das antigas empresas estatais. Sua motivação estaria, portanto, na promoção de maior competitividade e eficiência destas empresas.

Um outro motivo, também ideológico, é confirmado por Schneider (1991), quando se refere à redução do poder de barganha dos sindicatos por meio da privatização⁴. É importante

⁴“Outro sinal pró-iniciativa privada é também um sinal anti-sindicatos. A gestão de De La Madrid (México) usou a “desincorporación” para livrar-se de disputas trabalhistas vistas pelo governo como insolúveis. As controvertidas liquidações da Fundadora Monterey e da Aeroméxico custaram mais de vinte mil empregos. Segundo fontes governamentais, ambas as empresas perdiam muito dinheiro com custos trabalhistas excessivos. Quando no curso das negociações coletivas os trabalhadores entravam em greve, o governo

ressaltar que esse argumento só pode ser estendido para os casos em que o poder dos sindicatos dos setores estatais é muito forte e exerce influência sobre as decisões do governo relativas às empresas estatais.

Desta maneira, duas principais motivações para privatização se destacam entre as demais. De um lado, países que convivem com problemas fiscais e necessidades de ajustes das contas públicas, que justificam a escolha pela privatização para redução do déficit público, fim dos gastos com estatais deficitárias e provável aumento de receitas tributárias no futuro e, de outro, países sem problemas fiscais expressivos, que vislumbram na privatização oportunidades de aumento de eficiência para o setor produtivo e melhoria de bem-estar na economia como um todo. Entre estes argumentos, é comum a consideração de que empresas privadas são mais eficientes e lucrativas que as empresas públicas.

1.3 – Relação entre Privatização e Rentabilidade

A ascensão de governos de inclinação conservadora, tais como os de Reagan e Margaret Thatcher nos Estados Unidos e Inglaterra, respectivamente, ao fim da década de setenta, impulsionou e popularizou as propostas de caráter neoliberal, em particular as de privatização. Segundo esta vertente de pensamento, o enfrentamento dos problemas econômicos necessariamente deveria passar por amplos programas de privatização. Seria um evento necessário para o processo de reestruturação industrial, resultando em melhoria da eficiência das empresas estatais, diminuição do déficit público e eliminação da influência político-governamental na administração destas empresas. A privatização, na perspectiva do governo, seria benéfica por três motivos principais: aumenta as receitas do setor público, proporciona redução das dívidas interna e externa e reduz o gasto com empresas deficitárias que constantemente necessitam de aporte de capital. Além disso, proporcionaria aumento da arrecadação, uma vez que as empresas seriam mais produtivas e lucrativas.

A expectativa de que as empresas privadas sejam mais rentáveis que as empresas públicas se sustenta na premissa de que a mudança de propriedade altera o regime de incentivos dos

declarou as empresas falidas (e sujeitas à liquidação), o que cancelou a vigência dos contratos de trabalho (...) Na siderurgia, o caso da Fundidora Monterrey tornou-se o símbolo do que poderia acontecer caso os trabalhadores resistissem à modernização. Em maio de 1989 estourou uma greve em outra usina siderúrgica estatal, a Altos Hornos de México, em oposição a um programa de modernização (que previa o corte de mais 1/5 da força de trabalho). Em julho, o porta-voz da companhia declarou que ou a Altos Hornos se moderniza para o bem de seus próprios trabalhadores, ou então morre, como a Fundidora". (Schneider, 1991:36)

proprietários, e isso se reflete no modo como eles monitoram os responsáveis pela administração da empresa. Isso explicaria os casos em que após a privatização, mesmo mantendo os mesmos administradores, a empresa apresenta desempenho melhor. Este argumento microeconômico pode ser mais bem formalizado pelo problema da relação agente-principal ou problema de agência.

O problema do agente-principal aparece sempre que há dois indivíduos que estabelecem uma relação contratual tal que o bem-estar de um dependerá da ação do outro. O agente é o indivíduo atuante e o principal é o afetado pelas atividades desenvolvidas pelo agente. No caso da gestão empresarial, os funcionários são os agentes e o proprietário é o principal. (JENSEN e MECKLING 1976:5).

Neste tipo de relação, o agente dispõe de muito mais informação sobre as ações que deve tomar do que o principal. Embora a decisão do agente importe ao bem-estar de ambos, o principal não tem como monitorá-lo perfeitamente, seja por impossibilidade cognitiva ou pelos altos custos que o monitoramento possível demandaria. O que resta ao principal é o acompanhamento dos resultados alcançados, supondo que os dois – agente e principal - almejam a maximização de suas funções utilidade⁵. Desta maneira, o mecanismo de controle necessário para o principal estará sustentado no estabelecimento de contratos que, por meio de incentivos e sanções, possam nortear as ações do agente. Há motivos para supor que, uma vez que empresas privadas possuem objetivos mais claramente definidos que as empresas públicas, a elaboração de uma agenda que compatibilize interesses de proprietários e dirigentes, estabelecendo incentivos mais eficazes, é mais facilmente alcançada nas empresas privadas, o que tornaria estas empresas mais rentáveis que as estatais.

Contrariamente, alguns autores, como Sappington e Stiglitz (1987) e Santos (1989), argumentam que há mais similaridades que diferenças no funcionamento de empresas públicas e privadas no que se refere ao problema de agência. Para eles o potencial de conflitos (entre proprietários e gerentes) é muito semelhante em ambas e a solução para o fim destes problemas de agência é o estabelecimento de contratos completos.

Schmidt (1996), discutindo a tese de Sappington e Stiglitz (1987), argumenta que a dificuldade para estabelecimento de contratos perfeitos é uma realidade tanto em empresas

⁵ Há na literatura basicamente três relações de agente-principal: 1) Quando a ação do agente não é conhecida (risco moral); 2) Quando mesmo que se conheça a ação do agente não há como julgar se foi a melhor ação sob o ponto de vista do principal e; 3) Uma combinação entre as duas alternativas anteriores. (LIMA, 2000:212).

públicas quanto privadas. Contudo, no caso das empresas estatais esta dificuldade assume dimensão ainda maior pela impossibilidade de se fazer uma avaliação social de toda a produção da firma em todos os estados da natureza. Para ele, somente contratos incompletos poderiam ser assinados, e isto faria que a privatização tivesse impacto positivo sobre a performance econômica das empresas. Para Laffont (1996) *apud* Lima (2000:216) “em um mundo de contratos completos a propriedade não tem um papel. (...) tudo que a privatização permite atender poderia ser realizado com um contrato apropriado com uma empresa pública”. O que faria aparecer a diferença seria a impossibilidade, na prática, de se estabelecer contratos completos.

Considerando as abordagens discutidas conclui-se que, ainda que no plano teórico a consideração de que existam contratos completos seja aceitável, na prática este não é um pressuposto razoável. Outrossim, é mais coerente supor que as empresas estatais tenham maiores dificuldades para contornar problemas de agência por alguns motivos:

- a) Dificuldade de se medir ganhos não comerciais e compatibilizar estes valores com a rentabilidade esperada (externalidades não precificadas)
- b) Definir exatamente quem é o principal no caso de estatais. Seria mais correto considerar o governo como principal direto ou a população, que em última instância seria a beneficiada com o bom desempenho de uma empresa estatal?
- c) Caso se estabeleça o governo como principal, há o risco de se julgar outros objetivos como mais importantes: resultados do ponto de vista eleitoral em detrimento da eficiência econômica⁶.
- d) Caso se considere a população como principal, o problema se agrava pela percepção de comportamentos do tipo *free rider* (caroneiro). O interessado individualmente não tem incentivo para monitorar o desempenho da empresa e, portanto, tende a esperar que outros “acionistas” tomem atitudes para controlar os dirigentes, ou seja, o principal (em conjunto) não se dispõe a pagar o custo de tentar monitorar os dirigentes.

⁶ Bem como a utilização destas empresas para outros objetivos de política econômica, como controle de preços, estabilização monetária, acessar divisas por meio do endividamento das estatais, dentre outros.

- e) Inexistência de incentivos à boa gestão pelo mecanismo de tomada de controle (*take over*)⁷.

1.4 – Propriedade, Eficiência e Estruturas de Mercado

As empresas estatais possuem uma face privada e outra pública. De um lado, estão engajadas em um objetivo comercial, relacionado à produção e comercialização de bens, e de outro respondem a objetivos políticos, como o desenvolvimento setorial ao longo da cadeia produtiva (a montante ou a jusante), a integração do território nacional, o atendimento a populações carentes, controle de variáveis macroeconômicas como níveis de emprego, inflação etc. Segundo Pinheiro (1996), esta dupla face tem impactos negativos sobre a rentabilidade por duas razões principais: a) os agentes das estatais nem sempre têm clareza quanto aos objetivos muitas vezes conflitantes da empresa, do acionista, do controlador e do setor público, o que dificulta a tomada de decisões e a alocação de recursos; b) o *trade-off* existente entre objetivos comerciais e sociais, o que compromete a rentabilidade da empresa.

Na empresa privada este problema não existe, de forma que a maior clareza de objetivos permite melhor alocação de recursos da ótica privada. Segundo esta perspectiva, a privatização implicaria abrir mão de interesses não-comerciais, permitindo uma alocação mais eficiente de recursos.

A análise microeconômica da relação entre privatização e eficiência se subdivide em três níveis de eficiência: produtiva, alocativa e distributiva. A primeira refere-se à capacidade da empresa mobilizar seus recursos de forma a alcançar padrões ótimos de desempenho e de organização da atividade produtiva. Já a segunda, enfoca a capacidade de a empresa produzir de tal forma que sua produção satisfaça os interesses da sociedade, operando com a melhor

⁷ Vickers e Yarrow (1998:16) assinalam a esse respeito que “the existence of this perceived threat of take over in turn acts as an incentive mechanism that deters management from the pursuit of policies that are substantially at variance with the interests of its shareholders”

alocação de recursos possível. A eficiência⁸ distributiva se refere à estrutura de mercado que maximize os excedentes do consumidor e do produtor⁹.

O aumento da eficiência produtiva é esperado quando uma empresa é privatizada porque diminuem os problemas de agência e os objetivos da organização tornam-se mais claros para seus diretores e funcionários. A inexistência de objetivos sociais favorece a concentração de esforços em objetivos comerciais, o que teoricamente tende a tornar a empresa mais lucrativa. Este melhor alinhamento entre agente e principal nas empresas privadas favorece que a aquisição dos insumos de produção seja realizada de forma a minimizar os custos, o que aumenta sua eficiência produtiva. Autores como Pinheiro (1996:7) consideram que as estatais não possuem esta preocupação e, por esta razão, tendem a ser menos eficientes que empresas privadas:

“Diferença importante entre empresas estatais e privadas é o grau de acesso aos recursos do tesouro, que permite a elas sustentar grandes e sistemáticos prejuízos sem serem obrigadas a fechar as portas. Uma empresa estatal dificilmente vai à falência. O conhecimento desta realidade relaxa a pressão sobre gerentes e funcionários por obter lucro e operar eficientemente. Este fenômeno se revelou de forma particularmente aguda no Leste Europeu, popularizando o conceito de *soft-budget constraints* criado por Kornai (1979)”

Embora este argumento seja extrapolado para a aquisição de todos os insumos de produção, parte significativa da literatura que avalia o aumento de eficiência produtiva nas privatizadas concentra a atenção no insumo mão-de-obra. Considerando que nas estatais a gestão de pessoal é frequentemente restringida, não permitindo contratações e demissões nos moldes praticados nas empresas privadas, casos de excesso de mão de obra ou pessoal desqualificado para as atividades pretendidas não podem ser sanados facilmente, o que exerce pressão sobre os gastos da empresa e se traduz em redução dos lucros no período.

Quanto à eficiência alocativa é difícil saber qual seria a melhor alocação de recursos para a sociedade. Contudo, parte-se do pressuposto que dificilmente a alocação ótima para

⁸ O conceito de eficiência tratado refere-se estritamente ao conceito de ótimo de Pareto, segundo qual uma situação econômica é ótima se não for possível melhorar a situação, ou mais genericamente a utilidade, de um agente sem degradar a situação ou utilidade de qualquer outro agente econômico. Ou seja, a alteração nas posições só é possível com melhoria de bem-estar para todos os agentes sem exceção.

⁹ Excedente do consumidor é a diferença entre o valor que o consumidor atribui ao bem e o valor de mercado deste bem. Ou seja, é o benefício total dos consumidores subtraído do que pagam pela mercadoria. Graficamente, o excedente do consumidor é a área entre a curva de demanda e o preço de mercado. O excedente do produtor, analogamente, mede o lucro total dos produtores mais as rendas referentes aos insumos de produção. É a área entre a curva de oferta e o preço de mercado. Em conjunto, os excedentes do produtor e do consumidor medem o bem-estar total da economia (PINDYCK e RUBINFELD, 1999:308-309).

resultados socialmente desejáveis seria a mesma alcançada caso o objetivo único fosse a rentabilidade da empresa. Desta forma, a melhoria na gestão empresarial decorrente da privatização pode resultar em aumento da eficiência produtiva sem necessariamente implicar aumento de eficiência alocativa¹⁰.

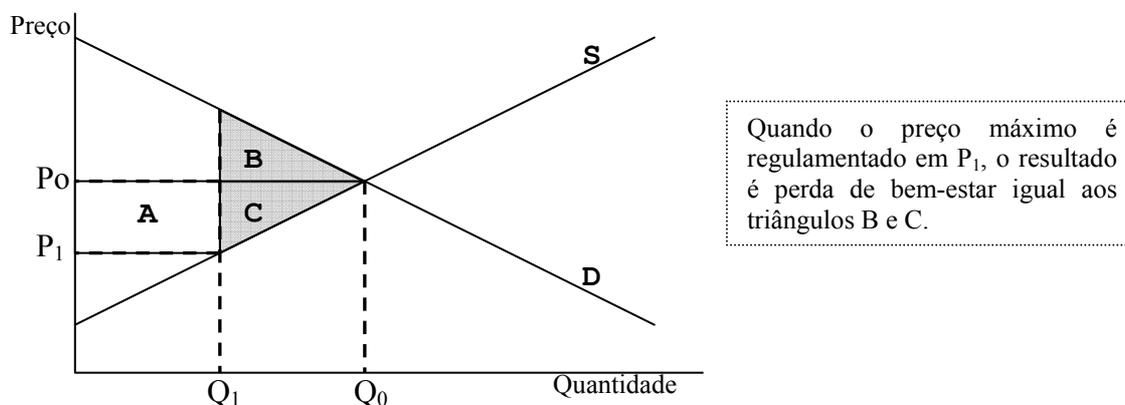
Estudos recentes sobre desempenho industrial e propriedade apontam forte correlação entre estruturas de mercado e performance de empresas. Autores como Armstrong (2003), Fershtman (1990), Vickers e Yarrow (1988), Glomm e Mendez (2004) e Sheshinski e Lopez-Calva (2003) consideram que a relação entre ambiente competitivo e desempenho é mais oportuna para explicar o aumento de rentabilidade de uma firma do que a propriedade *per se*. Por esta razão, a avaliação teórica dos efeitos das privatizações sobre os diferentes níveis de eficiência deve ser realizada juntamente com análise das estruturas de mercado. As discussões que seguem procuram avaliar os efeitos sobre eficiência distributiva e produtiva nos cenários de concorrência, monopólio e oligopólio.

1.4.1 – Empresas em Estruturas de Mercado Concorrenciais

Para a análise de empresas em ambiente competitivo consideraremos dois pressupostos básicos: 1) a empresa estatal opera com preço de venda diferente do preço de mercado; 2) a empresa privatizada e/ou privada opera no nível de produção onde há equilíbrio entre oferta e demanda. Para uma estatal em ambiente competitivo, podemos por hipótese, considerar duas situações: a) Empresas estatais mantendo preços de venda abaixo do preço competitivo; b) Estatais recebendo subsídios.

¹⁰ A este respeito, Sheshinski e López-Calva, (2003) argumentam que, em geral, o aumento de rentabilidade não provém de aumentos na eficiência alocativa e produtiva, pondo em dúvida a perspectiva microeconômica que considera a eficiência como objetivo da privatização. Não apenas a relação entre melhoria de rentabilidade e eficiência não é direta, mas também rentabilidade pode ser considerada um indicador que está sujeito a interferências diversas e não pode ser associado apenas à eficiência interna. Já autores como Kay e Thompson (1986) indicam que a privatização seria capaz de promover eficiência produtiva, mas somente a concorrência conduziria à eficiência alocativa.

Gráfico 1.1: Perda de Bem-estar Quando um Preço Mínimo é Fixado Abaixo do Preço de Equilíbrio em Mercados Competitivos



De acordo com o gráfico 1.1, em caso de mercados competitivos, a manutenção de preços abaixo do preço de equilíbrio, onde oferta (S) = demanda (D), resulta em uma perda líquida de bem-estar igual às áreas B e C. Quando há alteração de P_1 para P_0 , ocorre uma variação do Excedente do Consumidor (ΔEC) = $B - A$, e outra do Excedente do Produtor (ΔEP) = $A + C$, de tal maneira que a variação total do bem-estar agregado é $\Delta BE = B + C$. A interpretação para o fato é que a alta dos preços, esperada após a privatização, viabiliza expansão da oferta mesmo que a custos crescentes. A adoção na análise da privatização, tanto em mercados competitivos quanto nos monopolísticos, de uma curva de custos marginais crescentes é uma suposição crítica para o argumento teórico e reflete a inspiração neoclássica dessas formulações. Note-se que desde a crítica pioneira de Sraffa, esta suposição tem sido fortemente questionada (Possas, 1987:15-17) O aumento de bem-estar é tão maior quanto maior a elasticidade da oferta¹¹.

Quanto aos subsídios, Vickers e Yarrow (1991:114), argumentam que, sendo maior a facilidade de obtenção de subsídios por parte de empresas estatais, o modelo de precificação destas empresas é caracterizado pela existência destes recursos. O fato altera as relações competitivas e seria indesejável dada a distorção de preços finais. A perda de bem-estar social causada pela existência de subsídios (e/ou operações de socorro financeiro a estatais em dificuldades) decorre do deslocamento de gastos do governo. Recursos empregados em subsídios diminuem os recursos que poderiam ser empregados em outros fins (como saúde,

¹¹ De todo modo, a efetivação desse efeito requer que a oferta seja expandida após a privatização. Além disso, a repartição dos benefícios entre produtores e consumidores dependerá do nível de preços pós-privatização (P_0). *Ceteris paribus*, quanto maior for P_0 , maior será a relação entre as áreas C e B e, portanto, maior é a participação das empresas no aumento de bem-estar.

educação, transportes etc). Embora o pressuposto óbvio para existência de um subsídio seja, em última instância, o bem-estar social, é fato que nem sempre esta relação é clara. Ou seja, os ganhos sociais da concessão ou não de um subsídio devem ser muito bem dimensionados para que não ocorra redução do nível de bem-estar social.

Em ambiente competitivo, supõe-se que a própria natureza da competição seja suficiente para disciplinar o mercado e promover aumento de competitividade das empresas, por meio de melhorias de lucratividade e eficiência, visto que este vigor produtivo é condição de permanência no mercado, sem a qual a empresa estaria fadada ao insucesso e falência.

Estudos indicam que o aumento de competição, e não a privatização, leva a empresa a incorrer em maior eficiência e lucratividade, de forma que uma empresa estatal, em ambiente competitivo, que apresente comportamento semelhante ao das empresas privadas não acarretaria diminuição da eficiência distributiva. Contudo, considerando este comportamento em empresas estatais, muito pouco provável, Vickers e Yarrow (1988:43), indicam que em mercados competitivos as empresas privadas tendem a ser mais eficientes que as empresas públicas, e alertam que a relação entre propriedade e eficiência depende de outros fatores como políticas de regulação, sistemas de monitoramento das atividades, níveis de competição e níveis tecnológicos da indústria. A conclusão dos autores é:

“Onde a competição é efetiva, as evidências disponíveis sugerem que a propriedade privada é geralmente preferível tanto em termos de aumento de eficiência interna quanto, considerando inexistência de falhas de mercado, importante melhoria no bem-estar social. Para repetir, isso não significa que, em mercados competitivos, nós acreditemos que a propriedade estatal é sempre e em todos os lugares um tipo menos eficiente de propriedade. Empresas estatais relativamente eficientes podem realmente sobreviverem mas, na média, nós poderíamos esperar que esta ocorrência seja menos comum do que empresas privadas.”¹²

Desta forma, a eficiência de uma estatal não dependeria apenas de sua propriedade, mas também do aparato institucional que norteia sua tomada de decisões no mercado.

¹² Tradução da autora. Citação original: “where competition is effective, the available evidence suggests that private enterprise is generally to be preferred on both internal efficiency grounds and, subject to the qualification that other substantive market failures are absent, social welfare grounds. To repeat, this does not mean that, in competitive markets, we believe that public enterprise is always and everywhere the less efficient type of ownership. Relatively efficient public enterprise can and do survive, but, on average, we would expect the frequency of this occurrence to be lower than private enterprise”

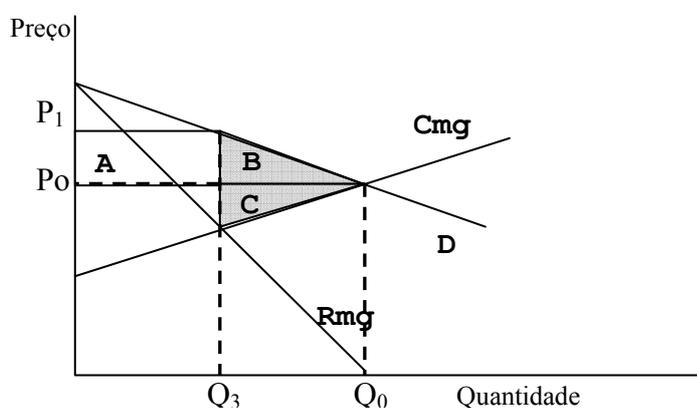
1.4.2 – Empresas em Estruturas de Mercado Concentradas

Ao contrário do que se percebeu nos mercados competitivos, quando se trata de empresas em estruturas de mercados concentradas como monopólios e oligopólios, é mais coerente supor que o controle estatal, o qual busca maximização de bem-estar, seja distributivamente mais eficiente em detrimento da eficiência produtiva.

Para os monopólios, é esperado que as empresas privadas/privatizadas trabalhem num nível de produção tal, que receita marginal (Rmg) seja igual ao custo marginal (Cmg) e o lucro seja máximo. Com uma demanda residual negativamente inclinada, a Rmg é inferior ao preço, e por conseguinte, a regra de maximização em mercados concentrados implica restrição de oferta e excesso permanente de demanda. Para as estatais supõem-se nível de produção onde $Cmg=D$, com quantidades que atendam a demanda e preços mais baixos que os praticados em monopólio. Quando a empresa é estatal e o preço P_0 e não P_1 , o excedente dos produtores varia incorporando a área C e perdendo a área A ($\Delta EP = C-A$). Por outro lado, o excedente do consumidor se amplia pelas áreas A e B ($\Delta EC = A+B$). Portanto, o efeito total sobre o bem-estar é $\Delta BE = B+C$. Inversamente, esta é a expressão gráfica da perda de bem-estar quando se privatiza um monopólio.

Contudo, neste caso, é esperado que o lucro total das estatais seja mais baixo que o obtido por empresas privadas, não maximizando, portanto, a eficiência produtiva, conforme está representado no gráfico 1.2. Em monopólio, percebe-se então, um *trade-off* entre eficiência produtiva e distributiva. No longo prazo é possível que as constantes perdas de lucratividade sejam percebidas como prejuízo, o que resulta no aporte de capital do Estado para estas empresas deficitárias.

Gráfico 1.2: Ganho de Bem-estar Quando uma Empresa Estatal Opera com $Cmg=D$ em Monopólio



Quando o preço estatal é mantido em P_0 ($Cmg=D$) há ganho de bem-estar igual a área dos triângulos B e C.

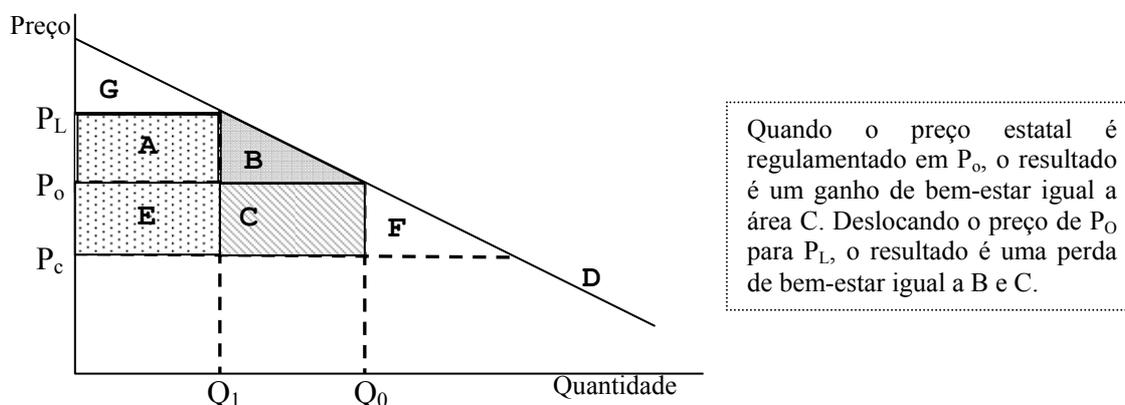
É coerente supor que havendo privatização, a empresa passe a auferir maiores lucros (deslocamento da maximização de bem-estar para a maximização de lucros). Por esta razão, estudos de caso indicam a evidência inequívoca de que as empresas privatizadas seriam mais rentáveis principalmente devido à limitada competição no mercado em que atuam, as quais normalmente se caracterizam por monopólio natural ou duopólio regulado.

Nos casos de privatização de estatais que atuam em setores monopolísticos, é necessário intensificar a regulação por parte do governo para impedir possíveis comportamentos abusivos. Assim, a privatização deveria, necessariamente, ser seguida, nessas condições de mercado, de aumento substancial nos níveis de controle e regulação. Em casos de ausência de aparato regulatório eficiente, Sheshinski e Lopez-Calva (2003) indicam que uma empresa estatal seria mais desejável (não necessariamente mais eficiente) quando confrontada com a possibilidade de uma privada não regulada, haja vista a possibilidade de abusos de poder de mercado.

Contrariamente, pode-se partir do pressuposto que empresas estatais podem sim operar num nível de produção tal que $R_{mg} = C_{mg}$. Esta análise parte do pressuposto de que em condições monopolísticas a propriedade pouco altera as relações de mercado. O que realmente seria decisivo é a política de regulação vigente e sua aplicabilidade. Havendo aparato de regulação satisfatório em caso de empresas privadas e incentivos bem definidos em caso de empresa estatal, uma empresa pública apresentaria comportamento semelhante ao de uma empresa privada. Deste modo, a privatização pouco influenciaria as condutas. Neste caso, o que se percebe é a disparidade entre objetivos a serem maximizados. Enquanto a empresa privada busca maximização de lucros, a empresa pública busca maximização de bem-estar.

Já nos casos de estruturas oligopolizadas, é coerente supor que uma empresa estatal procuraria manter seus níveis de preço abaixo do preço-limite em oligopólio e acima de seus custos de produção. Como se vê, quando o preço é P_L , o excedente do consumidor é G e do produtor, $A + E$ já com P_o , o excedente do consumidor passa a ser $G + A + B$ e do produtor, $E + C$. Assim, as variações dos excedentes são, respectivamente, $\Delta EC = A + B$ e $\Delta EP = C - A$, enquanto a variação total do bem-estar é $\Delta BE = B + C$. Inversamente, essa é a perda do bem-estar quando se privatiza um oligopólio e os preços aumentam de P_o para P_L .

Gráfico 1.3: Ganho de Bem-estar Quando uma Empresa Estatal Opera com Preços Abaixo do Preço-limite em Oligopólio



A perda de bem-estar será tanto maior quanto menos elástica for a curva de demanda (D). Em condições oligopolísticas a eficiência distributiva das estatais tende a ser maior, enquanto que sua lucratividade tende a ser menor, variando conforme a elasticidade da demanda.

Neste sentido, considerar a estrutura de mercado em que estão as estatais ajuda a compreender seu desempenho passado e futuro, bem como deixa claro que, a) empresas sob diferentes aparatos institucionais tendem a ter trajetórias desiguais e b) o impacto da privatização será diferenciado entre empresas, setores e mercados. Como assinalam Vickers e Yarrow (1988:39):

“Dado que a performance relativa da propriedade pública e privada com respeito à eficiência interna e alocativa dependerá de uma variedade de fatores que incluem a efetividade dos respectivos sistemas de monitoramento, níveis de competição no mercado, política regulatória e progressos tecnológicos da indústria, as avaliações das implicações de bem-estar das privatizações dependem, necessariamente, do papel desempenhado e da significância de cada um destes outros vários fatores”¹³

Desta maneira, o que fica evidente é que o sucesso de um processo de privatização também se relaciona positivamente com a existência de monitoramento das empresas segundo os mercados em que atuam. Empresas já em ambiente competitivo requerem menos esforços por parte do governo que empresas em ambientes monopolísticos. É fato que entre os casos extremos de concorrência pura e monopólio há uma série de situações que determinam as

¹³ Tradução da autora. Citação original: “Given that the relative performance of publicly and privately owned firms in respect of allocative and internal efficiency will depend upon a range of factors that includes the effectiveness of the respective monitoring systems, the degree of competition in the market, regulatory, policy, and the technological progressiveness of the industry, evaluation of the welfare implications of privatization necessarily depends upon empirical assessment of the role and significance of each of these various factors”

estruturas industriais oligopolísticas. O que se ressalta é que o desempenho das empresas estará intimamente relacionado com essas condições de mercado, de maneira que não apenas a relação entre concorrentes será importante, mas também questões como barreiras à entrada, estrutura de empresas incumbentes, relacionamento com fornecedores e clientes e outras especificidades setoriais que norteiam a tomada de decisões. Estes fatores em conjunto, em última instância, refletem-se nos balanços das empresas e ajudam a explicar os porquês da trajetória alcançada.

Considerações Finais

A controvérsia acerca da privatização faz emergir uma série de estudos com diferentes enfoques. As ilhas de teoria construídas até a atualidade impedem o tratamento do assunto como uma teoria unificada. Muito pelo contrário, a diversidade de enfoques derivados do tema faz da discussão sobre privatização um terreno fecundo e certamente inacabado.

Quanto à relação entre privatização e melhoria de performance, as abordagens teóricas sugerem que as conseqüências da privatização em termos de eficiência são muito menos óbvias do que habitualmente se supõe e dependem de circunstâncias, como as estruturas de mercado e a própria definição de eficiência.

O que emerge da análise realizada é a necessidade de adequação de indicadores convencionais para a avaliação da evolução da eficiência. A comparação entre eficiência produtiva, alocativa e distributiva requer um conjunto de indicadores mais completo não podendo ser restringida apenas aos indicadores convencionais como lucros, receitas e indicadores de produtividade.

Da mesma forma, reconhece-se que o acompanhamento de outros fatores deve ser feito a fim de diminuir os vieses de análise. Questões como alterações nos níveis de preços praticados, reduções nos preços dos insumos, dentre outros, devem ser investigadas, pois são variáveis que afetam os resultados sem necessariamente proceder de aumento de eficiência interna em qualquer nível.

Se no plano teórico, mesmo partindo-se de análises de inspiração neoclássica, percebe-se a impossibilidade de avaliações tão taxativas quanto à relação entre alteração de propriedade e mudança nos níveis de eficiência, a análise de casos particulares seria mais conveniente para

entendimento dos processos de privatização em cada país e circunstância histórica. Mesmo considerando as limitações pertinentes a este tipo de pesquisa, a elaboração destes estudos contribuiria para o desenvolvimento das próprias teorias de privatização.

Capítulo 2 – Privatização Brasileira

Durante os anos oitenta e noventa, a retirada do governo da esfera produtiva foi uma tendência não apenas em economias latino-americanas e em países subdesenvolvidos, mas em boa parte da economia mundial. No Brasil, o processo se intensificou a partir da década de noventa, com a instituição do Programa Nacional de Desestatização - PND, no qual inicialmente predominaram as vendas de empresas da indústria de transformação.

Segundo Nestor e Mahboobi (2000), de 1990 até 1997, as privatizações em todos os países da OCDE totalizaram cerca de US\$ 133,8 bilhões. Somente no Brasil, de 1991 a 2001, foi transferido o controle de mais de cem empresas ao setor privado, além de participações minoritárias em várias companhias. Dados do BNDES indicam até 2001 uma receita de US\$ 67,9 bilhões em leilões, além de US\$ 18,1 bilhões em dívidas transferidas. Foram também obtidos mais de US\$ 10 bilhões em novas concessões de serviços públicos e US\$ 1,1 bilhão por meio da venda de participações acionárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) em empresas privadas (ANUATTI NETO *et alii*, 2005:152).

A simples comparação entre os números indica que a privatização brasileira foi uma das maiores do mundo. Mais que o tamanho das empresas envolvidas e a receita obtida com a privatização, o que impressiona é a velocidade com que o governo implementou o processo de privatização, de forma que em apenas poucos anos o governo se viu fora da esfera produtiva em setores que por muitas décadas foram monopólios estatais.

Apesar de suas dimensões, o programa brasileiro de privatização tem recebido relativamente pouca atenção da literatura acadêmica. Trabalhos nesta área têm sido mais comuns a entidades governamentais, perfazendo, em sua maioria, a agenda de publicações do BNDES

e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, que aos centros de pesquisa universitários¹⁴.

O capítulo se subdivide em três partes e tem como objetivo fazer um breve retrospecto do processo de privatização brasileiro, com ênfase na década de noventa, na qual o processo se torna mais intenso. Primeiramente serão levantados os antecedentes das privatizações, desde a constituição das empresas estatais até os primeiros movimentos em favor das privatizações no fim da década de oitenta, com a criação da Comissão Especial de Desestatização. Segue-se a isto uma descrição do PND e sua evolução histórica. Posteriormente é feita uma revisão da literatura referente aos resultados alcançados, em termos de receitas de vendas, ganhos fiscais e resultados microeconômicos das antigas estatais.

2.1 – Antecedentes

No Brasil, a criação de empresas estatais concentra-se nos setores em que a iniciativa privada era incapaz ou não se mostrava interessada em investir, pelos altos investimentos iniciais, pelo longo prazo de retorno dos investimentos ou pelos requisitos rigorosos de aprendizado tecnológico. Tudo isso implica um elevado risco envolvido na operação.

Durante quase cinquenta anos (1930/1979), o Estado tanto criou como absorveu empresas, sendo os motivos os mais variados: recursos insuficientes por parte do setor privado, setores estratégicos para a economia nacional, nacionalismo econômico e socorro a empresas privadas em dificuldades.

Mesmo considerando a dificuldade em tratar de um assunto complexo e controverso como a gênese da estatização, uma das interpretações para a estatização da economia foi a incapacidade de gerar um mercado de capitais com a profundidade necessária de financiamento da industrialização pesada. Segundo este argumento, as empresas estatais ocuparam espaços necessários ao aprofundamento da industrialização que não estava ao alcance do empresariado privado nacional, que não desenvolveu mecanismos adequados de centralização de capital, e tampouco interessavam ao movimento de internacionalização de

¹⁴ Anuatti Neto *et alii* (2005:152) faz alusão a esta carência, indicando estudo de Meggison e Netter (2001), que por meio do levantamento abrangente da literatura acadêmica sobre privatização em diversos países, reconhece que o programa brasileiro de privatização “deverá permanecer muito influente” devido a sua escala e tamanho do país. Contudo esse estudo não faz nenhuma referência a estudos específicos sobre o programa brasileiro de privatização.

empresas sediadas nos países centrais. Neste sentido, Serra (1982:68-69) relaciona algumas circunstâncias que de certa forma impuseram ao Estado assumir um papel muito ativo no processo de industrialização:

- a) O ingresso do Brasil na era industrial se fez quando as bases técnicas e financeiras das atividades manufatureiras já eram relativamente complexas, implicando grandes dimensões de plantas e alta complexidade tecnológica.
- b) Inexistência de mecanismos privados de centralização financeira capazes de oferecer sustentação à acumulação industrial nas condições necessárias, afora a grande magnitude do volume de recursos a ser mobilizada em um estágio ainda incipiente de desenvolvimento das forças produtivas.
- c) Interdependência entre os grandes projetos industriais, que impunha uma implementação conjunta, dado o risco de torná-los inviáveis devido a problemas de capacidade ociosa e de balanço de pagamentos. Juntamente com isso está a necessidade de fornecimento de matérias-primas básicas para o funcionamento da indústria manufatureira.
- d) O avanço no sentido das etapas superiores da industrialização foi simultâneo ao (e em parte causado pelo) acelerado movimento de internacionalização do capital que sucedeu à reconstrução européia. Desta maneira, a coordenação descrita no tópico (c) tinha que ser mais ampla e complexa, na medida em que deveria incluir também a negociação e a administração da participação das empresas estrangeiras nos grandes blocos de investimento, estabelecendo uma divisão de tarefas entre elas, o capital privado nacional e as empresas estatais.

Desta maneira, a atuação empresarial do Estado se concentrou em indústrias de base e infraestrutura, o que era condizente com o processo de industrialização via substituição de importações adotado como estratégia de desenvolvimento. O núcleo do segmento estatal na economia se concentrava nos setores siderúrgico, petróleo, mineração e energia elétrica, telecomunicações e instituições financeiras, conforme se percebe nas tabelas 2.1 e 2.2. A tabela 2.1 relaciona os grupos/empresas e suas participações nos setores da economia, perfazendo um total de 185 empresas estatais subdivididas nos setores financeiro, siderúrgico, petroquímico dentre outros.

Tabela 2.1
Número de Empresas Estatais Existentes em 1989

Grupos/empresas	Setores				Total
	Instituições financeiras	Siderurgia e mineração	Petroquímica e fertilizantes	Outros	
Banco do Brasil	5	2	-	4	11
BNDES	3	4	-	1	8
Meridional	3	-	-	6	9
CEF	1	1	-	1	3
Outras instituições financeiras	4	-	-	-	4
Empresas típicas de governo	-	-	-	16	16
CVRD	-	6	-	9	15
Eletróbrás	-	-	-	9	9
Petrobrás	-	4	12	7	23
Portobrás	-	-	-	9	9
RFFSA	-	-	-	4	4
Siderbrás	-	9	-	1	10
Telebrás	-	-	-	30	30
Hospitais	-	-	-	3	3
Outras empresas	-	1	-	30	31
Total	16	27	12	130	185

Fonte: Pinheiro e Giambiagi (1997:96)

Tabela 2.2
Participação das Estatais na Produção Nacional - 500 Maiores Empresas Brasileiras em 1990

em US\$ milhares correntes

Setores	500 maiores empresas brasileiras		80 Estatais (estaduais e federais)		Participação %		Distribuição das 500 maiores companhias			Total	
	vendas brutas	PL	vendas brutas	PL	vendas brutas	PL	Estatais Federais	Estatais estaduais	Empresas privadas		
	<i>A</i>	<i>C</i>	<i>D</i>	<i>F</i>	<i>D/A</i>	<i>F/C</i>					
<i>Agricultura</i>	1.337	485	21	39	1,6	8,0				10	11
<i>Indústria</i>	135.284	74.357	49.880	54.537	36,9	73,3	29	20		339	388
Extração mineral	20.554	6.903	18.216	5.752	88,6	83,3	3			15	18
Manufatura	76.221	29.505	9.622	13.346	12,6	45,2	20	1		280	301
Metalurgia	13.073	14.206	6.305	11.625	48,2	81,8	9			30	39
Química	13.164	5.127	3.254	1.711	24,7	33,4	11			45	56
Gráfica	714	185	62	10	8,7	5,4		1		3	4
Outros	49.270	9.988	0	0	0,0	0,0				202	202
Construção civil	16.195	1.730	0	0	0,0	0,0				42	42
Utilidade pública	22.314	36.219	22.042	35.439	98,8	97,8	6	19		2	27
<i>Serviços</i>	52.057	25.905	20.300	21.459	39,0	82,8	26	4		71	101
Comércio	30.690	2.042	6.639	111	21,6	5,4	1			35	36
Transporte	5.346	13.561	2.817	12.036	52,7	88,8	4	2		4	10
Comunicação	6.829	7.346	6.706	7.149	98,2	97,3	18			2	20
Outros serviços	9.192	2.956	4.138	2.164	45,0	73,2	3	2		30	35
Total	188.679	100.747	70.201	76.036	37,2	75,5	56	24		420	500

Fonte: Pinheiro e Giambiagi (1994:738)

Na tabela 2.2 é demonstrada a participação das empresas estatais entre as 500 maiores empresas brasileiras em 1990, segundo faturamento. Destaca-se que 80 das 500 maiores empresas são estatais federais e estaduais, correspondendo a uma participação de 37% nas vendas brutas do total destas empresas e de 75% do total do patrimônio líquido.

Concomitantemente ao estabelecimento das estatais, há o agravamento do processo inflacionário e uma inclinação do Estado por utilizar estas empresas como instrumentos de estabilização¹⁵, principalmente, mediante o controle dos preços e, em alguns momentos, como agentes da captação de recursos externos redundantes para “fechar” o balanço de pagamentos. Alguns autores atribuem a origem de parcela considerável da perda de capacidade de investimento das estatais a esta postura do governo, percebida durante quase toda a sua história (ver SILVA (1997), PINHEIRO (1996) VELASCO (1997), MARTINEWSKI (2003)).

As estatais criadas se diversificaram, estabeleceram subsidiárias, implicando crescimento vertical e horizontal do setor produtivo estatal. O aumento da participação estatal na economia foi acentuado com a elaboração do II PND – Plano Nacional de Desenvolvimento (1975-1979), que tinha o objetivo de permitir altas taxas de crescimento em um período de crise na economia mundial.

No fim da década de setenta, período posterior a este último ciclo de expansão de empresas estatais, percebe-se maior esforço de aumentar o controle sobre as empresas vinculadas à União com a criação da Secretaria Especial de Controle das Estatais (SEST). Uma das motivações para este movimento era assegurar o alinhamento das operações destas empresas e dos objetivos de política de estabilização econômica.

Na década de oitenta, a economia brasileira passa por um período de estagnação, com baixas taxas de crescimento e inflação crônica. O setor público estava com suas finanças deterioradas¹⁶ e sem capacidade de investimento. A percepção de que a participação do

¹⁵ Conforme Werneck (1987:64) citado em Silva (1997:4): “Afirmou-se que a inexistência de regras minimamente claras de reajustes destes preços e tarifas tem aberto um enorme espaço para o casuísmo, que tem sido crescentemente aproveitado para a adoção de reajustes particularmente convenientes em curto prazo para política antiinflacionária.(...) Atenção para as distorções alocativas e distributivas que podem ser acarretadas por preços relativos de bens e serviços produzidos pelas empresas estatais artificialmente deprimidos, afóra as dificuldades financeiras que se impõem a estas empresas e ao setor público em geral.”

¹⁶ Matos Filho e Oliveira (1996:9) indicam que a deterioração das contas públicas no período foi resultado de: aumento do setor público estatal, financiado por empréstimos externos, concessão de subsídios creditícios ao setor privado – principalmente rural, choque de juros nos anos 70 e 80; financiamento dos déficits da balança

Estado na economia era maior que a necessária e também maior que a capacidade do governo, somada aos constantes prejuízos de algumas estatais e conseqüente agravamento das contas públicas dão início a uma primeira mudança de atitude em relação à participação do Estado na economia, passando a prevalecer uma inclinação à desestatização.

Considerando a deterioração das contas públicas no final da década de oitenta, Matos Filho e Oliveira (1996:9) argumentam que é provável que a receptividade do governo quanto ao clima de privatização tenha sido criada por um dos mesmos fatores que, em anos anteriores, motivou a criação das estatais: dificuldade de acesso ao crédito. Contudo, com uma certa inversão de papéis. Como já mencionado, no início da industrialização, a disponibilidade doméstica de financiamento era insuficiente para fazer frente aos investimentos necessários. Um dos resultados deste fato foi a participação do Estado enquanto fomentador da produção interna e condutor do programa de substituição de importações por meio de uma ação direta no mercado. Já na década de noventa, ao mesmo tempo em que se deteriorava a capacidade de financiamento do Estado, fortalece-se a liquidez financeira do empresariado nacional e aumenta o interesse do capital externo em investir em países como o Brasil.

Soma-se aos acontecimentos internos a influência da onda neoliberal iniciada na Grã-Bretanha e que se estendeu a boa parte do mundo ocidental e ao Leste Europeu, que também contribuiu para uma maior inclinação dos governos em favor das desestatizações. O prosseguimento deste processo será o aspecto discutido no tópico seguinte.

2.2 – A Privatização no Brasil

O processo de privatização brasileiro começa com a criação da Comissão Especial de Desestatização em 1981, com os objetivos declarados de fortalecer o setor privado na economia, limitar a criação de novas estatais e fechar ou transferir para o setor privado empresas nas quais não se justificasse o controle pelo setor público. Esta primeira etapa se constituiu num processo de “reprivatização”, visto que as empresas vendidas, em geral, haviam sido absorvidas pelo governo em virtude de sua situação falimentar. Nesta fase o

comercial por meio do endividamento das estatais, reempréstimos de recursos depositados no Banco Central na década de 80 para pagamento de dívida no exterior, e desvalorização cambial como forma de gerar excedentes na balança comercial.

principal objetivo era o saneamento financeiro da carteira de investimentos do BNDES (MENEZES e FONSECA, 2003).

Segundo relatórios do BNDES, ao final do governo Sarney tinham sido encerrados 17 processos de desestatização, gerando uma arrecadação equivalente a US\$ 549 milhões e uma transferência de dívidas ao setor privado da ordem de US\$ 620 milhões (dívidas constantes no último balancete das empresas antes da venda). Adquire importância o fato de estarem incluídas na lista dos processos de desestatização três importantes empresas industriais: Aracruz Celulose, uma das mais importantes do setor; Eletrosiderúrgica Brasileira (Sibra), maior empresa produtora de ferro-ligas à época e Caraíba Metais, única metalurgia de cobre do país. Além disto, a Siderbrás, *holding* das siderúrgicas estatais, se decidia a vender o controle acionário de duas de suas empresas: Cia. Ferro e Aço Vitória (Cofavi) e Usinas Siderúrgicas da Bahia (Usiba). Embora nesta primeira fase não tenha sido realizada a privatização de nenhuma das grandes estatais, essa etapa propiciou importante ganho de experiência para efetivação das privatizações que seguiram.

Velasco (1997:9) destaca como ponto importante a forte participação do BNDES. Dos 17 processos, 11 foram de empresas controladas pela sua subsidiária integral BNDESPAR e os dois relativos a vendas da Siderbrás foram também conduzidos pela própria BNDESPAR, na qualidade de agente de privatização daquela *holding*. Do total de recursos arrecadados, cerca de 98% foram obtidos, direta ou indiretamente, através do Sistema BNDES. A consideração da importância do BNDES durante esta primeira fase de privatização também foi ressaltada por Schneider (1991:30):

“As privatizações realizadas tiveram pouco a ver com o Conselho de Desestatização criado pelo governo Sarney, mas sim por conta da atuação do BNDES. Tratava-se de uma orientação pragmática deste Banco, que entendia a privatização como um meio de fortalecer uma intervenção desenvolvimentista em setores outros situados na ponta do desenvolvimento tecnológico. Em outras palavras, o BNDES estaria buscando uma reciclagem alocativa de seus recursos. Assim, dada a posição pouco privatizante do governo, o fato surpreendente é que seu programa de desestatizações tenha ido tão longe”

Nesta fase do programa de privatização, a forma de venda das empresas variou entre concorrência, leilão e venda direta. Segundo Mello (1994), 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, ademais, o BNDES ofereceu financiamento ao

comprador por meio do Programa de Financiamento ao Acionista (FINAC)¹⁷. Segundo Menezes e Fonseca (2003), 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.

Na mesma linha de argumentação que Scheneider (1991), Menezes e Fonseca (2003) destacam ainda como característica marcante desta fase a pouca mobilização política em torno das operações de venda. Ao contrário do que se percebeu nas etapas seguintes, nesta fase de privatização “hospitalar” os esforços do governo e a mobilização das forças que se opunham foi pouco relevante.

Já na década de noventa é percebida uma inclinação governamental declarada em favor das desestatizações¹⁸. A reforma das estatais tornou-se parte importante da maioria dos planos de estabilização implementados no Brasil, dentre os instrumentos usados para a reforma dessas empresas destaca-se a privatização.

2.2.1 – Segunda fase: o Programa Nacional de Desestatização

A fase posterior inicia-se com a instituição do PND¹⁹ e esteve inserida numa estratégia do governo que contemplava a promoção das chamadas “reformas de mercado”: abertura comercial, desregulamentação da economia e redução do tamanho do Estado. Neste contexto, um dos objetivos principais da privatização passa a ser contribuir para a modernização do parque industrial do País e aumento da competitividade da indústria nacional. Ao contrário do que ocorreu na primeira fase das privatizações, o enfoque das vendas passa a se concentrar em setores e não em empresas isoladas.

¹⁷ O FINAC oferecia financiamentos de até 70% do valor da venda, com prazo de pagamento podendo se estender a até oito anos e juros reais anuais de 12%. (MELLO, 1994).

¹⁸ O argumento constante nos debates sobre reforma do estado era a preocupação de que o Brasil não perdesse o “bonde da história”, ou seja, se o primeiro mundo está mudando, então o Brasil, caso não mude também poderá perder a oportunidade de se integrar. A “caça aos marajás”, marca registrada da campanha de Collor, ilegítimava o Estado, tornando difícil a defesa de seu *status quo*. Contudo a popularização de uma visão negativa do Estado e a maior aceitação do liberalismo não fez da privatização um consenso social e político.

¹⁹ Criado pela Lei no. 8.031, de 12 de abril de 1990, originariamente os objetivos fundamentais do PND eram reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo a iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; contribuir para a redução da dívida pública e para o saneamento das finanças do setor público; permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas a iniciativa privada; contribuir para a modernização de parque industrial brasileiro; permitir que a administração pública concentrasse seus esforços nas atividades que devem ser prioridades nacionais; e contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, por meio do aumento da oferta de ativos e da democratização da propriedade do capital.

O resultado geral das privatizações brasileiras de 1990 a 2005 atinge US\$ 87,8 bilhões, distribuídos no âmbito federal e estadual. A composição setorial do programa está expressa na tabela 2.3.

Tabela 2.3
Composição Setorial das Privatizações Brasileiras (1990-2005)
(segundo participação no total arrecadado)

Setores	em US\$ bilhões	
	Valor	Participação (%)
Telecomunicações	29,0	33
Elétrico	26,3	30
Siderúrgico	7,0	8
Mineração	7,0	8
Petroquímica, petróleo e gás	9,7	11
Financeiro	5,3	6
Outros setores	4,4	5
Total	87,8	100

Fonte: BNDES, 2005

As receitas obtidas se subdividem entre privatizações federais, realizadas no âmbito do PND e aquelas regidas pela Lei Geral de Telecomunicações (Programa Telecom), e privatizações estaduais (ver tabela 2.4). O PND, individualmente, responde por 71 desestatizações concentradas nos setores siderúrgico, químico e petroquímico, fertilizantes, elétrico, transportes (ferroviário, portuário), mineração, dentre outros, com uma receita de US\$ 30,8 bilhões com a venda de empresas, alienação de participações minoritárias e licitações de concessões. A inclusão das telecomunicações no processo de desestatização foi responsável por um aumento substancial nas receitas de privatização brasileiras nos anos de 1997 e 1998, sendo estes dois anos responsáveis por 62% do valor total arrecadado de 1990 até agosto de 2002.

Tabela 2.4
Resultado Geral das Privatizações de 1990 a 2005

Programa	em US\$ bilhões	
	Receita de venda	Participação %
Privatizações federais	59,8	68
PND	30,8	35
Programa Telecom	29,0	33
Privatizações Estaduais	28,0	32
Total	87,8	100

Fonte: BNDES, 2005

BOX 2.1: Receita de Vendas

O cálculo do resultado obtido com os processos de privatização pode ser realizado de diferentes formas. O conceito amplamente divulgado pelo BNDES considera o resultado das vendas igual ao valor recebido pela venda acrescido das dívidas da antiga estatal transferida com a desestatização para o setor privado. De maneira sintética, pode-se identificar quatro principais formas de avaliar o resultado financeiro das vendas:

- 1) Valor obtido com a venda de ações da empresa.
- 2) Valor obtido com a venda somado à dívida transferida para os novos proprietários (Metodologia utilizada pelo BNDES)
- 3) Valor obtido com as vendas somado à dívida transferida para os novos proprietários, descontado o valor gasto com reestruturação financeira prévia (saneamento financeiro que antecedeu algumas privatizações)
- 4) Valor obtido com a venda deduzido do fluxo descontado a valor presente dos lucros futuros que se espera obter com a empresa e do valor gasto com reestruturação financeira prévia.

A adoção do cálculo que considera como resultado das vendas o somatório dos valores recebidos em leilão e das dívidas transferidas superestima, em nossa opinião, o valor das vendas. Consideramos duvidoso somar o valor de venda das empresas com os passivos destas firmas.

A inclusão das dívidas transferidas na avaliação das receitas da desestatização corresponde a admitir que as empresas vendidas não apenas não gerariam um fluxo de caixa positivo – via pagamento de dividendos para o Estado – mas também requisitariam do seu controlador recursos para arcar com o custo de seus passivos.

A lógica econômico-financeira requereria, muito diversamente, que a avaliação do resultado da privatização considerasse tanto a entrada de recursos com a venda das ações quanto o cancelamento dos fluxos de caixa positivos que seriam gerados no futuro pela propriedade dessas ações. Essa é a posição defendida entre outros por Pinheiro e Giambiagi (1994 e 1997). De todo modo, está claro que uma avaliação desse tipo requer um conjunto amplo de informações e a formulação de uma metodologia que trace conjecturas sobre qual seria a rentabilidade futura das empresas. É um exercício bastante elaborado e que não está disponível para muitas empresas, do mesmo modo que cálculos robustos do valor do saneamento financeiro no prévio à privatização. Na ausência dessas informações, o mais razoável é avaliar o resultado financeiro da privatização a partir do valor arrecadado na venda das empresas sem introduzir, porém, o viés claro do valor associado ao acréscimo do valor dos passivos.

Dado o escopo definido para o trabalho, que se restringe à análise dos eventos exógenos que influenciaram a rentabilidade de empresas privatizadas na fase manufatureira do PND, não nos estenderemos na discussão das privatizações da infra-estrutura federal, nem tampouco nas privatizações estaduais²⁰.

O PND apresenta duas fases distintas: manufatureira e a privatização de setores estratégicos. Na fase considerada como “manufatureira”, foram privatizadas empresas tradicionalmente estatais, privilegiando setores como siderurgia, petroquímica e fertilizantes. A escolha de começar a privatização por estes setores não foi casual. Por se tratar de empresas produtoras de bens, num contexto de abertura às importações, a privatização dispensava mudanças substanciais nos aparatos regulatórios já em vigor.

Esta estratégia de começar as vendas por firmas pequenas e médias que operam em mercados mais competitivos foi seguida pela maior parte dos governos privatizantes, como Chile, Jamaica, México, Filipinas, Reino Unido (PEGO FILHO, LIMA e PEREIRA, 1999 e KIKERI *et alii*, 1992). Este tipo de firma requer menor reestruturação prévia, envolve risco político mínimo e é mais facilmente absorvida pelos investidores privados, além de ajudar a preparar o terreno para a venda subsequente de empresas estatais complexas.

No Brasil, os setores siderúrgico e petroquímico foram os mais representativos na fase manufatureira, com mais de 87% do total das receitas de venda de 1990 a 1994. A posição de precedência da siderurgia no PND deveu-se aos menores embaraços para sua desestatização. Diferentemente dos monopólios naturais e estruturas em rede da infra-estrutura, a siderurgia estatal contava com duas características importantíssimas: 1) podia prescindir tanto de um processo abrangente de reestruturação empresarial - como a separação das atividades de geração, transmissão e distribuição no setor elétrico e a fusão de operadoras estaduais na telefonia – quanto da constituição de um marco regulatório específico e; 2) apresentava maior simplicidade de suas composições acionárias – não sendo necessário, exceto nos casos da CST e Usiminas, negociar a venda com acionistas prévios das empresas.

O PND passa por sua segunda etapa nos dois governos Fernando Henrique, que dão prosseguimento ao processo anterior, mas enfatizando as concessões de serviços públicos à iniciativa privada e a privatização de monopólios estatais em setores de infra-estrutura. Para

²⁰ Um resgate mais detalhado sobre estes pode ser encontrado em Pires (1999) e Pinheiro e Fukasaku (1999).

este período autores como Pinho e Silveira (1998), Matias *et alii*, (2000) e Pinheiro (2000) indicam que o comprometimento do Estado com a privatização apresentavam duas preocupações fundamentais: a reestruturação de mercado e a política monetária e fiscal do governo. Sobre o último, Pinheiro (2000:29) afirma:

“Em particular, destacamos a importância do círculo virtuoso entre a privatização e a estabilização, no qual a última criou as condições políticas para a expansão do processo, enquanto a privatização foi o instrumento de sustentação da estabilidade. Esse foi o caso, principalmente, em 1996/98, quando as dinâmicas da privatização estiveram intimamente ligadas às necessidades do programa de estabilização de preços. Por isso talvez não seja surpreendente que a prioridade atribuída à privatização diminuísse no período 1999/2000, quando o ajuste fiscal e a desvalorização da taxa de câmbio colocaram o Plano Real em um terreno mais seguro”.

O início do processo de privatização em empresas de porte expressivo, como as privatizadas neste segundo momento, exigiu mudanças institucionais (essencialmente voltadas para a regulação) significativas, que se deram desde a substituição da Comissão de Privatização pelo Conselho Nacional de Desestatização - CND, estreitando muito mais o vínculo entre a administração do processo e o governo federal, até importantes emendas constitucionais que acabaram com monopólios públicos (ver PINHEIRO E GIAMBIAGI, 1999).

Mesmo considerando o papel desempenhado pelo CND, é importante ressaltar, que atuação do BNDES enquanto operador do PND foi, na prática, muito mais significativa que a do CND. Enquanto, nominalmente, o CND era responsável pelas tomadas de decisão, aprovar o modelo de privatização, ajustes ou saneamento financeiro antes da venda, referendar o preço mínimo das ações e fornecer linhas gerais de regulamentação para o programa, o BNDES possuía a função de organizar, administrar e executar as operações necessárias para a venda das estatais (divulgar processos de desestatização, promover contratação de auditorias, consultorias e outros serviços necessários), fornecer as informações ao CND e administrar o fundo nacional de desestatização²¹. A lei nº 9.941 de 09 de setembro de 1997, que substituiu a lei nº 8.031 (artigo 21), destina ainda, o percentual de 0,2% do valor líquido apurado em cada alienação a ser pago ao Gestor (BNDES), para cobrir gastos necessários à implementação do processo (SILVA, 1997).

²¹ O Fundo Nacional de Desestatização é um fundo de natureza contábil, no qual devem ser depositadas as ações a serem alienadas, contados cinco dias a partir da data de determinação que empresa deverá ser privatizada.

Como marco importante para esta nova etapa das desestatizações, destaca-se a aprovação da Lei de Concessões, em fevereiro de 1995, que objetivava estabelecer regras gerais pelas quais o governo concede a terceiros o direito de explorar a “produção” de serviços públicos, a exemplo dos serviços de geração de energia elétrica e de telecomunicações (MENEZES e FONSECA, 2003).

Como contrapartida aos processos de concessões, aumenta a necessidade de regulação estatal. Os mecanismos regulatórios, tanto em termos técnicos, quanto econômicos, foram estabelecidos setorialmente, contudo, a instituição destes ainda é apontada por autores como Abranches (1999) como um dos principais problemas a serem resolvidos. Autores como Pinheiro (2000) e PINHEIRO e FUKASAKU (1999), são, sem dúvida, grandes entusiastas deste processo, apontando como caso bem sucedido a reforma regulatória das telecomunicações. Para os autores, o estabelecimento da “Lei Mínima” e da “Lei Geral de Telecomunicações”, juntamente com a criação da Anatel, agência reguladora do setor, permitiu que quando a privatização se efetivasse, a estrutura regulatória já estivesse pronta, de maneira que a agência já estava em plena atividade, permitindo que as novas concessionárias já entrassem no mercado com plena consciência das regras que entrariam em vigor após a privatização. Em contrapartida, a experiência recente aponta que a Anatel tem se configurado uma das agências mais capturadas pelos regulados. A ação desta tem viabilizado abusos de mercado e grande transferência de renda.

Já no setor de energia elétrica, a agência regulatória, Aneel somente foi criada dois anos após o início das desestatizações do setor, em 1997. O mercado atacadista de energia (MAE) e o Operador Nacional do Sistema (ONS), considerados centrais no novo modelo de regulação, só foram criados em 1998, quando a privatização de grande parte da distribuição já havia sido concluída. Neste caso, o problema é que a indefinição quanto à regulação no setor, não se estende apenas nas elaborações normativas. A própria indefinição quanto às responsabilidades das várias agências envolvidas (Aneel, ONS, Ministério de Minas e Energia, Eletrobrás) diminui a responsabilidade dessas organizações, bem como contribui para existência de certo descrédito quanto às atividades reguladoras no setor.

Quanto ao marco regulatório vigente para a privatização dos serviços públicos como transporte e saneamento, Abranches (1999:345) indica que as falhas institucionais são bastante visíveis, de forma que o aparato de regulação, é hoje, claramente insuficiente. Em

alguns casos, como na privatização da RFFSA, o autor indica que as vendas se deram em pleno vazio regulatório.

O programa progrediu pouco depois de 1998. Entre as razões está o fato de que as privatizações e outras medidas de liberalização coincidiram com período de baixo crescimento do PIB, o que enfraqueceu o apoio político ao programa. Questionamentos quanto à lisura de membros do governo que tentaram estimular o interesse de grupos nos leilões das telecomunicações provocaram forte reação política, levando o Ministro das Comunicações a renunciar em 1998. Ademais, caso continuasse, o programa poderia atingir áreas politicamente sensíveis, tais como setor de geração elétrica, em que os estados são muito fortes, o setor de petróleo, no qual a gigante Petrobrás ainda desperta fortes sentimentos nacionalistas, e as instituições financeiras Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil, que além de sua visibilidade, desempenham papel fundamental no financiamento agrícola e, assim, contam com forte apoio político. (ANUATTI NETO, 2005:155).

2.3 – Resultados Alcançados

2.3.1 – Receitas de Vendas

Embora concentrada em relativamente pouco tempo, a privatização brasileira teve um desenvolvimento gradual, de maneira que experiências bem sucedidas na fase manufatureira serviram como base para o desenho de formas de venda das empresas na etapa posterior. Quanto ao perfil das receitas obtidas na segunda fase do PND, indicamos que o aumento das cifras realizadas a partir de 1995 decorre do próprio amadurecimento do processo, que depois de 1994 pôde atingir atividades de maior expressão econômica e conseqüentemente maior valor de mercado.

Entre 1990 e 1994, o governo federal desestatizou 33 empresas, sendo 18 empresas controladas e 15 participações minoritárias da Petroquisa e Petrofértil. Foram realizados ainda oito leilões de participações minoritárias no âmbito do Decreto nº 1.068²². Com essas alienações o governo obteve uma receita de US\$ 8,6 bilhões.

²² O decreto 1068/94 de 2 de março de 94, determinou a inclusão no PND das participações minoritárias de posse de fundações, autarquias, empresas públicas, sociedades de economia mista e quaisquer outras entidades controladas, direta ou indiretamente pela União.

De acordo com a tabela 2.5, na primeira fase, as moedas de privatização²³ foram muito utilizadas como meio de pagamento em decorrência da prioridade dada pelo Governo ao ajuste fiscal. Pinheiro (1999:23) indica que estas moedas foram aceitas porque: a) substituíam a criação de instrumentos de financiamento de longo prazo, acabando com a necessidade de concessão de financiamento por parte do BNDES como ocorreu em períodos anteriores; b) tornavam as estatais mais atraentes para investidores privados; c) implicavam garantia de que as receitas não seriam usadas para financiar aumento dos gastos. Essas “moedas” representaram 81% da receita obtida com as vendas das empresas, no âmbito do PND no período de 1990 a 1994. No período 1995-2002 constatou-se redução da utilização de “moedas de privatização” e aumento do ingresso de moeda corrente nacional, que passou a representar 95% do total arrecadado nos leilões de privatização.

Tabela 2.5
Resultado de Vendas por Moeda Utilizada

Tipo de Moeda	em US\$ milhões			
	De 1990 a 1994		De 1995 a 2002	
	Receita de venda	Participação %	Receita de venda	Participação %
Total de títulos	6.974	81	4.274	5
Dívidas Securitizadas (débitos internos do governo)	2.780	32		
Debêntures Siderbrás	1.352	16		
Certificados de Privatização	1.282	15		
Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento	624	7		
Títulos da Dívida Agrária	566	7		
Letras Hipotecárias da CEF	301	3		
Créditos e Títulos da Dívida Externa	69	1		
Moeda Corrente	1.634	19	74.340	95
Total	8.608	100	78.614	100

Fonte: BNDES

Quanto ao perfil dos investidores, na tabela 2.6, no período de 1990 a 1994, percebemos a reduzida participação do capital estrangeiro, situada abaixo de 5% do total investido. Comumente atribui-se esta baixa participação à regulamentação restritiva do PND, que determinava desconto de 25% sobre o valor de face dos títulos da dívida externa e limitava a

²³ As moedas de privatização utilizadas pelo PND são: Debêntures da Siderbrás (SIBR); Certificados de Privatização (CP); Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND); Créditos vencidos Renegociados (DISEC); (renegociados); Títulos da Dívida Agrária (TDA); Títulos da Dívida Externa (DIVEX); Letras Hipotecárias da Caixa Econômica Federal; e Notas do Tesouro Nacional – NTN-M (série M). (Pego Filho, Lima e Pereira, 1999:12)

participação de capital estrangeiro a 40% do capital das empresas vendidas e impunha prazo mínimo para repatriação do investimento. Pinho e Silveira (1998) indicam que este argumento não explica inteiramente o fato. Para os autores, de um lado, o relaxamento a partir de 1993 das restrições quanto ao controle das empresas privatizadas e a duração mínima do investimento não ampliou o interesse de investidores estrangeiros. Por outro, ressaltam que nada impedia que investidores não residentes possam adquirissem participação no capital das empresas privatizadas por meio dos mercados domésticos de moedas de privatização se assim as condições financeiras forem mais vantajosas do que com o uso de títulos da dívida externa.

Nos anos posteriores a 1994 a participação de capital estrangeiro aumentou significativamente, seguido de pequena queda na participação de empresas nacionais e queda considerável nas participações de instituições financeiras, pessoas físicas e fundos de pensão.

Tabela 2.6
Resultado de Venda por Investidor

Tipo de Investidor	em US\$ milhões			
	De 1990 a 1994		De 1995 a 2002	
	Receita de venda	%	Receita de venda	%
Empresas nacionais	3.116	36	41.737	26
Instituições financeiras	2.200	25	20.777	7
Pessoas físicas	1.701	20	5.158	8
Fundos de pensão	1.193	14	6.316	6
Investidor estrangeiro	398	5	4.626	53
Total	8.608	100	78.614	100

Fonte: BNDES

O aumento absoluto das receitas de venda (ver tabela 2.7) se deveu à maior atratividade das empresas vendidas nesse período e a maior concentração destas em estruturas de mercado menos competitivas, o que permitiu alcançar melhores preços de venda.

Tabela 2.7
Privatização: Receita e Dívidas Transferidas 1985-2002

Período	Em US\$ milhões			
	Receita de venda	Dívidas transferidas	Soma	Participação %
1985-89			1.169	1
1990-94	8.608	3.266	11.874	11
1995-02	78.614	14.810	93.424	88
Total	87.222	18.076	106.467	100

Fonte: BNDES

2.3.2 – Resultados Fiscais

No Brasil, assim como em muitos países que convivem com alta dívida pública, os resultados fiscais das privatizações são importantes justificativas para efetivação das vendas²⁴. A privatização seria benéfica para as contas públicas tanto no momento da venda com a entrada de receitas que poderiam ser utilizadas para redução do déficit público, quanto no futuro, com o aumento de receitas tributárias resultante da maior lucratividade esperada para as empresas privatizadas. Soma-se a este argumento, o esperado aumento de poupança do Estado pela redução dos gastos com estatais deficitárias e o fim da necessidade de promover os investimentos necessários para que empresas estatais lucrativas mantenham sua posição competitiva.

A complexidade das medidas que acompanham a utilização das receitas de privatização para o ajuste fiscal dificulta ainda mais o estudo do seu impacto sobre a melhoria das contas públicas. Ademais, a correta utilização dos recursos obtidos na venda é muito importante. Como argumenta Simonsen (1995:13) “vender estatais para cobrir despesas correntes é irresponsabilidade financeira equivalente à do indivíduo que vende a casa para continuar freqüentando restaurantes de luxo. Afinal, as estatais acabam e as despesas correntes não”.

A despeito da expectativa positiva em meados da década de noventa quanto aos impactos fiscais das privatizações realizadas na fase manufatureira do PND (ver NUNES e NUNES (1998), MATOS-FILHO e OLIVEIRA, 1996), os resultados obtidos foram inferiores ao esperado. Modelo desenvolvido por Pinheiro e Giambiagi (1994) indica que o impacto fiscal, na redução anual das necessidades de financiamento do setor público seria de cerca de 0,4% do PIB. Os autores argumentam adicionalmente que, embora impacto fiscal das privatizações fosse menor que o esperado, importante efeito positivo resultaria do aumento da rentabilidade e, por conseguinte, da arrecadação de impostos e da transferência de investimento em setores ocupados por estatais para o setor privado.

²⁴ Carvalho (2001:42) argumenta que não tem havido uniformidade quanto à utilização das receitas obtidas com a alienação de ativos públicos nos diversos países, apesar da teoria recomendar o abatimento da dívida pública. Na França e na Inglaterra, recursos auferidos com as privatizações foram utilizados para financiamento de gastos correntes. Na Turquia, o governo vendeu ativos públicos para financiar investimentos do setor habitacional. As trocas de ativos estatais por redução de dívidas têm sido mais freqüentes nos países latino-americanos. No Chile e na Argentina, por exemplo, as atenções se voltaram para o abatimento de volumes substanciais de suas dívidas externas, em razão da crise externa que afetou esses países na década de 80. Em outros países, como Brasil e México, onde a dívida interna tem alto custo de rolagem e há uma variedade de passivos de elevados volumes, a dívida interna se torna prioritária e os recursos da venda de estatais têm sido utilizados para abatê-la.

Silva (1997) também considera que os impactos fiscais na fase manufatureira, embora positivos, não foram muito significativos. Apesar de não ter havido uma redução expressiva no estoque da dívida pública, houve, de todo modo, melhoria do seu perfil. Os fatores que explicam a frustração das expectativas iniciais seriam: a) os setores privatizados (siderúrgico, petroquímico e fertilizantes) eram pouco dinâmicos e não apresentavam muito interesse para o setor privado; b) instabilidade macroeconômica e política do país, que se refletia no preço de venda dos ativos; c) a utilização de moedas de privatização como forma de pagamento. Considerando o pequeno resultado fiscal na fase manufatureira, a discussão sobre o processo de privatização no período teve seu foco deslocado da problemática fiscal para outros aspectos do processo, quais sejam, as transformações ocorridas nos mercados e nas empresas.

Avaliando um período em que as privatizações se intensificaram, estudo de Carvalho (2001) analisa os efeitos do programa de desestatização brasileiro sobre a dívida e déficit públicos no período de 1995 a 1999. O objetivo foi avaliar se a utilização de receitas auferidas na alienação de ativos estatais e concessões de serviços públicos no abatimento de dívidas de curto prazo apresenta efeitos significativos sobre a redução ou contenção do crescimento da dívida pública e alteração do seu perfil, com reflexos sobre a necessidade de financiamento do setor público. Os resultados, bem diferentes dos relatados anteriormente, indicam que a contribuição da privatização para a redução da dívida do setor público e esforço de ajuste fiscal pode ser significativa, mesmo no curto prazo. A metodologia adotada pelos autores consiste na elaboração de dois cenários para a economia brasileira no período delimitado: cenários com e sem a privatização. Os resultados encontrados mostram que, no cenário com privatização houve redução de 8,4% do PIB na dívida líquida do setor público (DLSP) e de 5,4% na necessidade de financiamento do setor público (NFSP) em relação ao cenário sem privatização entre 1995 e 1999. A grande contribuição das privatizações para melhoria das contas públicas é atribuída, segundo os autores a: a) as receitas de privatização serem utilizadas para abater o saldo de diversas dívidas, especialmente a dívida mobiliária; b) transferência de dívidas para o setor privado; c) redução do déficit nominal pelo menor pagamento de juros nominais (conseqüência dos itens a e b).

O estudo ainda enfatiza que no mesmo período, como conseqüência do programa de privatização, o Tesouro Nacional deixou de emitir em títulos competitivos da dívida mobiliária R\$ 30,8 bilhões e economizou em juros desta dívida R\$ 8,8 bilhões, a preços de

dezembro de 1999. A conclusão do autor é que a utilização das receitas de privatização para abater dívidas governamentais e dívidas transferidas para o setor privado reduziu efetivamente os juros incidentes sobre a dívida, seus estoques e o déficit público no período analisado. A privatização ainda possibilitou a melhoria do perfil da dívida e a reestruturação de passivos do setor público.

Estudo de Pego, Lima e Pereira (1999) calcula o impacto das receitas de privatização e dos ajustes patrimoniais sobre as necessidades de financiamento e sobre a dívida do setor público entre 1996 e 2000. Os autores traçam cenários para estimar o comportamento da dívida pública com ou sem a privatização. A conclusão do estudo indica que, em 2000, na ausência do programa de privatização a dívida pública se manteria cerca de 9 pontos percentuais acima da dívida que se tinha com a efetivação das vendas, em porcentagem do PIB. Enquanto a dívida projetada para 2000 era de 51,6% do PIB com a privatização, atingiria 60,9% do PIB na inexistência desta. Apesar das privatizações não serem capazes de conter o crescimento da relação dívida/PIB, sua contribuição foi importante para a melhoria das contas públicas. Os autores concluem ainda que a privatização permitiu melhora do perfil da dívida e acrescentam que, não fosse o impacto do reconhecimento de dívidas do passado (*esqueletos*), o resultado obtido com a venda dessas empresas seria mais expressivo.

2.3.3 – Resultados Microeconômicos

Como mencionado anteriormente, a literatura acadêmica sobre o processo de privatização brasileira é menos expressiva do que se poderia esperar, levando em consideração a intensidade das mudanças patrimoniais ocorridas na década de noventa. Os poucos estudos encontrados sobre o desempenho das empresas privatizadas concordam na consideração de que a privatização produziu efeitos positivos sobre as empresas. Como não poderia deixar de ser, a correlação estabelecida entre a melhoria dos resultados microeconômicos percebidos no período (em termos de eficiência interna e estruturas de mercado) varia entre os estudos, de maneira que alguns são muito mais otimistas que outros na consideração destes resultados. Em maior ou menor grau, a literatura tende a considerar efeitos positivos resultantes das privatizações sobre as empresas e mercados.

Os resultados microeconômicos da privatização podem ser analisados sob duas óticas distintas e complementares: a avaliação dos resultados quanto à eficiência interna das

empresas e alterações nas estruturas industriais dos setores. Os trabalhos que se dedicam à avaliação dos resultados na melhoria dos níveis de eficiência interna são muito mais comuns que aqueles voltados às alterações nas estruturas de mercado, até mesmo pela dificuldade de acesso aos dados em cada um dos casos. Considerando a complexidade e controvérsia a que estão sujeitas estas avaliações, julgamos mais conveniente tratar neste tópico apenas de questões que se relacionam com a eficiência interna das empresas, de modo que as análises de alterações na estrutura industrial após a privatização serão circunscritas aos setores objeto desta dissertação - siderúrgico, petroquímico e material aeronáutico - e serão apropriadamente tratadas no capítulo 3.

Entre os trabalhos que se concentram na avaliação das alterações na eficiência interna, Pinheiro (1996) analisa os impactos da privatização sobre o desempenho de cerca de 50 estatais brasileiras, de vários setores, que foram alienadas em dois períodos: 1981/89 e 1991/94. A metodologia adotada é a mesma utilizada por Meggison *et alii* (1994) e Costa (1994)²⁵. Os resultados encontrados no artigo sugerem evidências significativas, em termos econômicos e estatísticos, de que a privatização levou a uma substancial melhoria do desempenho das antigas estatais. Para o primeiro grupo de empresas, os testes revelam significativo crescimento de vendas, vendas por empregado, lucros, rentabilidade do patrimônio, investimentos, razão investimento/vendas e do imobilizado, acompanhados de queda no pessoal empregado. Os testes não indicam mudanças significativas no lucro por empregado, margens de lucro, endividamento e ativo imobilizado. Para as empresas privatizadas no período 1991/94, os resultados apontam mudanças econômica e estatisticamente significativas para todas as variáveis consideradas. A eficiência destas praticamente dobra quando a medida é vendas por empregado e aumento de 83% quando se usa produtividade da mão-de-obra.

Trabalho de Matias *et alii* (2000) consistiu na análise financeira de 17 empresas privatizadas entre 1991 e 1994. Foram analisadas a evolução das medianas dos índices financeiros das empresas no período entre dois anos antes da privatização e três anos posteriores. A principal conclusão dos autores é que as empresas melhoraram em liquidez e rentabilidade e pioraram em estruturas de capital.

²⁵ A metodologia destes autores considera os testes estatísticos Wilcoxon Signed Rank e o teste do sinal. O segundo mede a proporção de empresas que apresentam mudanças no sentido esperado e o primeiro ajusta esta medida levando em conta a magnitude da mudança. Não se considera nesses estudos nenhum efeito exógeno à privatização (PNHEIRO, 1996:365).

Oliveira e Lima (2002) pesquisaram 42 empresas brasileiras privatizadas entre 1991 e 1997 de vários setores (siderúrgico, petroquímico, elétrico, mineração e outros). Os autores desenvolveram um modelo de Demonstrativo de Valor Adicionado – DVA, que pudesse ser construído a partir apenas dos relatórios contábeis-financeiros oficiais das companhias – Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultado e Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos. Chegaram à conclusão de que, para os indicadores de desempenho construídos (geração e distribuição de riqueza), a performance comparativa das empresas analisadas é 17,2% superior entre os períodos pré e pós-privatização. A pesquisa também sugere que o aumento percebido na geração de riqueza foi obtido principalmente pela redução de despesas (-9,4%) e aumento das receitas (+5,8%). Contudo, não se investigam a causa do aumento nas receitas, se por aumento nas vendas ou se por aumento nos preços praticados. Quanto à distribuição de riquezas, o estudo observa que foram privilegiados os acionistas, com 67% do aumento da riqueza gerada e governos com 31%.

Estes três trabalhos têm em comum o fato de não incluírem em suas análises nenhum instrumento que capte a influência de eventos exógenos à alteração no controle acionário na mudança de performance dessas empresas. Outros estudos consideram que a análise das mudanças na rentabilidade das empresas estatais deve ser realizada com vistas a filtrar efeitos que não se correlacionam exclusivamente com a propriedade, quer setorialmente, quer numa mudança mais abrangente experimentada por toda a economia.

A fim de isolar os efeitos de outras variáveis sobre o desempenho das empresas privatizadas, Chan *et alli* (2003), citados em Silva *et alli* (2004) avaliaram os resultados das privatizações ocorridas no Brasil entre 1995 e 2002. Os autores analisaram indicadores operacionais e financeiros das empresas desestatizadas estabelecendo basicamente duas comparações: 1) o comportamento dos indicadores da empresa em dois momentos - antes e depois da privatização e, 2) indicadores da empresa desestatizada e os indicadores médios de seus concorrentes que permaneceram estatais. Os resultados dos testes aplicados indicam que após a alienação do controle acionário, estas empresas reduziram o número de empregados, aumentaram a lucratividade, a eficiência operacional e o volume de vendas e mudaram o perfil de endividamento. Entretanto, os autores alertam que com exceção do aumento de lucratividade, comportamento similar também ocorreu nas empresas que continuaram

estatais, o que leva a supor que os resultados foram decorrentes de fatores macroeconômicos e não podem ser atribuídos às mudanças de controle acionário.

Estudo de Pinho e Valle (2000), circunscrito à siderurgia brasileira, sustenta que, juntamente com as inúmeras iniciativas de aperfeiçoamento da gestão e da eficiência interna das empresas, outros fatores interferiram positivamente nas condições de rentabilidade destas empresas. A metodologia desenvolvida e empregada no artigo procura captar o impacto de cada variável, estimando-o com base em definições alternativas mais ou menos abrangentes.

Segundo os autores, na consolidação menos abrangente de valor dos efeitos dos eventos exógenos, a proporção explicada é de 25,6%, ao passo que para o resultado mais abrangente, 82% do aumento da rentabilidade podia ser creditado a fatores como saneamento financeiro antecedente à privatização, liberação de preços internos e recuperação do mercado interno (PINHO e VALLE, 2000:592).

Estudo realizado por Anuatti Neto *et alii* (2005) pode ser considerado um dos mais abrangentes estudos sobre empresas privatizadas brasileiras. Os autores analisam balanços contábeis de 102 empresas do setor produtivo privatizadas entre 1987 e 2000 e de um grupo de controle de empresas listadas em bolsa, formado por 20 empresas estatais e 158 empresas privadas. O estudo examina um conjunto de 15 indicadores de desempenho (5 de lucratividade, 3 de investimento, 2 de eficiência operacional, 2 indicadores financeiros, 1 indicador de produto, 1 de dividendos e 1 de pagamento de impostos) submetidos a alguns controles²⁶, quais sejam: flutuações macroeconômicas, regulação, listagem em bolsa, atuação em setores *tradable*, participações minoritárias do governo no bloco de controle e reestruturação anterior à privatização. Os resultados são expressivos para aumentos na lucratividade, receitas líquidas, eficiência operacional e liquidez corrente, bem como reduções do endividamento de longo prazo e do ativo imobilizado. Estes dois últimos, nas conclusões dos autores, derivam, em princípio, do grande impacto da perda de suporte financeiro do Estado sobre a estrutura financeira das antigas estatais. Os efeitos da privatização sobre investimento, nível de produção, pagamento de dividendos e recolhimento de impostos são menos claros e quanto a estes nenhuma conclusão taxativa pode ser feita.

²⁶ Por exemplo, nos testes de média e mediana os indicadores das empresas foram dados pela comparação entre médias e medianas dos dois anos anteriores à privatização e os dois anos seguintes. O ajuste (controle) foi feito pela diferença entre o valor do indicador para a empresa privatizada e a média do indicador para o grupo de controle. (ANUATTI NETO *et alii* 2005:159)

Considerações Finais

O processo de privatização brasileiro é sem dúvida um dos maiores do mundo e impressiona também pela velocidade com que foi implementado. Os resultados alcançados ainda não foram completamente avaliados, seja pelo caráter recente do processo, seja pelas dificuldades de avaliação que a própria lógica da privatização imprime às análises. Por estas razões, acreditamos que a concentração do estudo em setores em que a gestão privada já é suficientemente longa permite obter resultados mais conclusivos.

O processo de privatização brasileiro passou por estágios importantes, contudo ainda está longe de poder ser considerado concluído em definitivo. Embora a temática da privatização esteja em menor evidência, a desestatização no Brasil pode, a depender das posições dos grupos politicamente dominantes, ser retomada e ampliada. Ainda há importantes empresas sob controle estatal e tampouco a decisão de terceirizar algumas atividades tradicionalmente estatais é assunto encerrado.

A continuação deste processo será resultado do papel atribuído ao Estado pelos próximos governos, e também dos resultados das privatizações realizadas em termos de ampliação na oferta de bens e serviços, redução de preços, melhoria da qualidade, aumento da competitividade, dentre outros. Independentemente de dar ou não continuidade ao processo de privatização das atividades produtivas do Estado, é necessário aprofundar o caráter público do aparato regulatório, de modo que os objetivos inicialmente pretendidos com a instituição do PND tenham maior probabilidade de ser alcançados. A questão da regulação é um dos assuntos mais importantes na avaliação dos resultados atuais do processo de desestatização nacional²⁷.

A precariedade das agências regulatórias e sua atuação distinta da esperada fazem emergir a necessidade de maiores esforços neste sentido. Embora o escopo do trabalho tenda a minimizar o papel da regulação (pela própria característica destas, das empresas manufatureiras, cuja regulação diferentemente dos serviços de utilidade pública é atribuída essencialmente ao próprio mercado, incluindo-se a alternativa de importações) é reconhecida aqui a importância do tema e a necessidade de estudos sistematizados que expressem os resultados da regulação sobre o mercado ora privado.

²⁷ Por outro lado, a consideração do aumento de regulação como instrumento estatizante da atividade privada, conforme se mencionou no capítulo 1, ainda é pouco explorado na literatura nacional sobre o assunto.

Ressalta-se também, a relativa escassez de estudos sobre os resultados das privatizações no Brasil, sendo particularmente necessárias pesquisas sobre os custos e benefícios das privatizações, principalmente em questões relacionadas aos resultados patrimoniais e concentração de mercado. Deste modo, considerando o apelo emocional que cerca as discussões acerca do tema, acreditamos que novas evidências devem contribuir para tornar a discussão mais objetiva.

Capítulo 3 – Mudança Estrutural na Fase Manufatureira da Privatização

Este capítulo tem como objetivo descrever as transformações ocorridas na estrutura industrial dos setores escolhidos para o estudo durante a década de noventa, com ênfase no período em torno da privatização de modo a demonstrar a importância dos processos de reestruturação ensejados pela privatização e identificar, ainda que previamente, os efeitos exógenos que influenciaram o aumento de rentabilidade das empresas estudadas, cujo tratamento será aprofundado no capítulo seguinte.

Neste capítulo não será feita uma recuperação detalhada das mudanças ocorridas nos setores analisados com referência às dinâmicas concorrenciais, estruturas de mercado ou questões relacionadas às configurações de oferta e demanda, trabalho este muito bem cumprido por estudos anteriores. A análise que segue se concentra em dados secundários, em sua maioria constantes em trabalhos de recorte setorial. Importante ressaltar que os dados sobre a reestruturação industrial dos setores se restringem ao período de análise definido e não estão atualizados até os dias de hoje. Considerando o objeto de estudo proposto, a pesquisa de dados mais recentes, embora de grande valia, não interfere nos resultados obtidos.

O capítulo se subdivide em quatro tópicos, sendo os três primeiros destinados aos setores em questão - siderúrgico, petroquímico e material aeronáutico - e o último, uma breve conclusão. Os tópicos destinados aos setores serão subdivididos em um resgate histórico de sua implantação no Brasil, o desenvolvimento estatal no setor, uma descrição sucinta das empresas da amostra e da efetivação das privatizações, bem como as alterações patrimoniais e reestruturação produtiva ocorridas após a privatização.

Serão analisadas as empresas privatizadas na fase manufatureira do PND, concentrando a análise nos setores siderúrgico, petroquímico e de material aeronáutico. Estes somam empresas que, no ano da privatização, faturaram US\$ 5,6 bilhões e contavam com um

patrimônio líquido de US\$ 12,7 bilhões, tendo sido vendidas por US\$ 7 bilhões. Para o setor siderúrgico serão analisadas seis empresas que correspondem a 98% do total das receitas de venda com as privatizações no setor. No setor petroquímico serão analisadas as três empresas que tiveram controle transferido ao setor privado, ou seja, como definido no capítulo 1, não serão analisadas as empresas que tiveram inclusão no PND por meio da venda de participações minoritárias do Estado. Por fim, a Embraer representou 68% do total vendido no setor de material aeronáutico²⁸ e participou com 55% do valor das vendas da categoria ‘outros setores’ privatizados no âmbito do PND de 1990 a 1994. Outras empresas foram excluídas da análise por desativação de suas atividades produtivas pelos novos gestores, como a Cosinor, ou pelos processos de fusões que dificultaram a coleta de dados, como é o caso da Piratini, adquirida pela Gerdau.

3.1 – Siderurgia

Como já referido, a implantação do setor siderúrgico nacional foi, em grande parte, resultado de intervenção direta do Estado. As características do setor, vultosos investimentos para implantação, alta escala mínima e o longo prazo para retorno do investimento foram empecilhos para que houvesse maior interesse por parte da iniciativa privada. Desta maneira, a moderna produção siderúrgica nacional se inicia timidamente em 1925 com investimentos privados. A participação estatal no setor começa apenas 21 anos depois, com a inauguração da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) em 1946. Nas quatro décadas seguintes, a produção siderúrgica nacional aumentou expressivamente sua capacidade produtiva.

O primeiro grupo siderúrgico em atividade no País foi a Belgo Mineira, que foi responsável pela implantação da primeira siderúrgica integrada nacional, a usina de Sabará. Segundo Paula *et alii* (2002), em 1946, era responsável por 70% dos 342 mil toneladas da produção siderúrgica nacional. Nesse ano, foi inaugurada a CSN, com capacidade de 270 mil toneladas, seguindo-se a isso a entrada em operação de duas usinas: Acesita e Mannesmann. A Acesita, fundada pela iniciativa privada, foi absorvida em 1950 pelo Banco do Brasil, devido a problemas financeiros. A Mannesmann, com capacidade de 100 mil toneladas, foi

²⁸ Os outros 32% do total vendido no setor aeronáutico se refere à venda da Celma.

inaugurada em 1954. A subsidiária brasileira do grupo alemão homônimo foi criada em 1952.

Ainda nos anos cinquenta, a Cosipa e a Usiminas. Ambas se constituíram como empresas privadas, mas foram absorvidas pelo Estado ainda na fase pré-operacional. Paula (1998) atenta para este comportamento, que se transformaria em característica marcante da siderurgia brasileira: as siderúrgicas eram constituídas por capitais privados ou governos sub-nacionais e, quando o investimento já se tornara irreversível e diante da insuficiência de recursos financeiros, a responsabilidade era transferida para o governo federal ou para o BNDE, atual BNDES.

Em fins dos anos sessenta, foi formulado o I Plano Siderúrgico Nacional (PSN), como proposta²⁹ para incrementar a produção de aço no Brasil. Já em meados dos anos setenta, a produção nacional de aço alcançou 6,5 milhões de toneladas, equivalentes a 1% da produção mundial na época. Neste período a produção siderúrgica foi impulsionada pela instituição do II Plano Nacional de Desenvolvimento, que definia o setor como um dos prioritários para o governo federal. Foram investidos US\$ 13,5 bilhões na indústria, 77% sob controle da Siderbrás. Como consequência, no início da década de oitenta a produção nacional de aço bruto atingiu 15,3 milhões de toneladas, alçando o país da posição de 17º maior produtor mundial em 1972 para 10º em 1980.

Com o período de recessão da economia no início dos anos oitenta, percebeu-se uma queda na produção siderúrgica e uma situação de crise das siderúrgicas estatais. Ainda assim, a conclusão dos projetos de investimento iniciados anteriormente levou a entrada em operação na década de 80 de outras três siderúrgicas com participação acionária do estado: Companhia Siderúrgica de Tubarão (CST); Mendes Jr. e Açominas.

No início da década de 90, 65% da produção siderúrgica nacional estava sob controle estatal. Algumas empresas apresentavam altos índices de endividamento, incapacidade para

²⁹ Segundo Paula *et alii* (2002), o I PSN propunha basicamente quatro ações para fomentar aumento da produção de aço: “a) uma comissão para o desenvolvimento do aço, como um corpo permanente interministerial, para estabelecer as políticas globais do setor; b) uma *holding* das companhias estatais, que se denominaria Brassider; c) uma comissão para o desenvolvimento do setor privado, para coordenar a expansão desse segmento; d) o Fundo Nacional de Siderurgia (Funasi), visando a financiar a expansão do setor. Em março de 1968, três meses após a conclusão do PSN, o governo criou o Conselho de Não-Ferrosos e de Siderurgia (Consider), ou seja, o conselho interministerial de planejamento (SCHNEIDER 1987, p. 283). A *holding* que passou a controlar os investimentos estatais no setor foi constituída somente em 1974, com o nome de Siderbrás (A Siderbrás controlou inicialmente sete empresas siderúrgicas: CSN, Usiminas, Cosipa, Cofavi, Cosim, Usiba e Piratini)”.

financiar novos investimentos e, segundo Andrade e Cunha (2002), demonstravam menor velocidade na reformulação de processos produtivos e conseqüentemente menores ganhos de eficiência e produtividade. Este quadro é apontado por muitos autores como evidência inequívoca da deficiência do Estado como acionista majoritário de suas empresas, legitimando o processo de privatização da siderurgia. Conforme se vê na tabela 3.1.

Tabela 3.1
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (PL) (Lucro líquido /PL) - em %)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Acesita	-23,7	2,3	-9,7	-18,4	-22,7	6,1	9,3	3,0
Açominas	1,7	0,3	-20,8	4,6	1,5	1,9	0,3	1,0
Cosipa	-35,0	7,0	-3,0	-2,7	-27,2	-42,8	2,3	3,6
CSN	-294,0	-1,3	-66,8	-0,9	3,0	0,6	2,8	1,9
CST	1,7	6,1	-9,2	-0,7	-7,6	1,7	8,3	6,1
Usiminas	11,1	40,1	-1,7	4,7	8,8	15,8	14,1	11,9

Fonte: Conjuntura Econômica e Economática *apud* Faria e Capelo Jr (1996)

De outro lado, é preciso notar a heterogeneidade das empresas siderúrgicas. A existência de empresas com base tecno-produtiva moderna e já com indicadores positivos de rentabilidade antes mesmo da privatização justificaram a posição de precedência da siderurgia no PND, o que indicava ao mercado que a privatização que se iniciava era uma diretriz firme do Estado, e seria levada até o fim.

3.1.1 – Siderúrgicas Privatizadas

A fim de facilitar o entendimento sobre o setor siderúrgico nacional na década de noventa, este tópico apresenta algumas informações sobre as siderúrgicas estatais privatizadas na primeira fase do PND. Serão incluídas informações sobre duas siderúrgicas privatizadas no período que não fazem parte do escopo de análise do trabalho. A breve descrição do processo de venda destas empresas se presta apenas a facilitar o entendimento de alguns movimentos de reestruturação patrimonial ocorridos na siderurgia após a privatização.

3.1.1.1 – Usiminas

A primeira siderúrgica privatizada foi a Usiminas. Sua posição de precedência nas vendas no âmbito do PND não foi casual. A siderúrgica era considerada uma empresa bem administrada e rentável. A efetivação de sua venda foi capaz de dar mais credibilidade ao processo.

A Usiminas foi privatizada em duas etapas. Na primeira em outubro de 1991 foram vendidos 37% do capital da empresa, equivalentes a US\$ 1,112 bilhão somados a US\$ 348 milhões arrecadados por meio de em um leilão de ações preferenciais, uma oferta aos funcionários e uma oferta pública de ações. Do total da venda, apenas 1% foi pago em *cash*, enquanto o restante foi pago em títulos da dívida. Os principais adquirentes foram bancos, fundos de pensão, a mineradora estatal CVRD e distribuidoras de aço. A segunda etapa se deu em 1994 com a efetivação da venda de ADRs: 55% colocados nos mercados norte-americano e canadense; 22,5% em outros mercados internacionais e 22,5% no Brasil. Foram arrecadados nesta fase mais US\$ 480 milhões pagos em *cash*. (BNDES, 2002)

3.1.1.2 – Piratini

A privatização da Piratini, uma usina gaúcha produtora de aços longos especiais, foi realizada em fevereiro de 1992. Sua compra foi parte integrante da política agressiva de aquisições de usinas siderúrgicas do grupo Gerdau, que pagou US\$107 milhões pela empresa. A aquisição desta empresa pelo grupo Gerdau renovou à época as críticas a concentração como resultado dos processos de privatização por meio de leilão de um único bloco de ações. No momento, o grupo Gerdau se tornou monopolista na produção de aços longos na região sul.

3.1.1.3 – Companhia Siderúrgica de Tubarão – CST

A CST foi privatizada em 1992 com a realização de dois leilões. No primeiro, restrito aos investidores nacionais, foram vendidos 71% do capital votante, totalizando uma arrecadação de US\$ 295 milhões (sem ágio). Os principais adquirentes foram instituições financeiras como os bancos Bozano Simonsen e Unibanco e fundo de pensão Previ. No segundo leilão, que contou com a participação de investidores estrangeiros, foram arrecadados mais US\$ 37 milhões, sendo o valor total da privatização da empresa igual a US\$ 354 milhões incluindo a venda de ações com desconto para funcionários.

A CST está localizada na região metropolitana de Vitória, Espírito Santo. Atualmente integra o Grupo Arcelor, produzindo placas e chapas laminadas a quente. Sua capacidade instalada de produção cresceu desde a privatização de 3,0 para 7,5 milhões de toneladas/ano. (CST, 2005).

3.1.1.4 – Acesita

A empresa foi privatizada em outubro de 1992, quando foram alienados 74% do capital, por US\$ 465 milhões, já incluindo a venda de ações como desconto para os funcionários³⁰. Os principais adquirentes foram a Previ, fundação Sistel e os bancos Safra, Real e Bancesa. Seu controle passou, à época, para o fundo de pensão Previ.

A Acesita S.A. é, a única produtora integrada de aços planos inoxidáveis e siliciosos da América Latina. Sua usina está localizada no município de Timóteo, no Vale do Aço, em Minas Gerais, e possui capacidade para produzir 900 mil toneladas de aço líquido por ano. A Acesita é atualmente controlada pelo Grupo Arcelor, o segundo maior grupo siderúrgico do mundo, que no Brasil é controlador da Arcelor Brasil, *holding* que congrega as empresas CST, Belgo Mineira e Vega do Sul. Em 31 janeiro de 2006, a Arcelor detinha 75,75% do capital votante da Acesita (ACESITA, 2006).

3.1.1.5 – Cosinor

A Cosinor foi a menor das siderúrgicas vendidas no período, sua capacidade era de 84 mil toneladas/ano. Ela foi adquirida pelo grupo Gerdau, que buscava consolidar um virtual monopólio no mercado de laminados longos nas regiões Norte e Nordeste (PINHEIRO e GIAMBIAGI, 1992:503). Essa estratégia fica ainda mais evidenciada pela aquisição e posterior desativação das atividades siderúrgicas da empresa.

As três siderúrgicas restantes, CSN, Cosipa e Açominas, foram privatizadas durante o governo Itamar Franco. Para a efetivação das vendas destas empresas verificaram-se duas mudanças importantes em termos das condições de venda: a) passou-se a exigir um percentual de pagamento à vista; b) a parcela das ações reservada aos funcionários elevou-se de 10% para 20%. Porém, o desconto de 70% em relação ao preço mínimo de venda continuou prevalecendo apenas para 10% do capital.

3.1.1.6 – Companhia Siderúrgica Nacional - CSN

A CSN atua no segmento de aços planos (laminados a quente, laminados a frio, galvanizados, folhas metálicas e semi-acabados). É um dos maiores complexos siderúrgicos da América Latina, com capacidade de produção atual de 5,8 milhões de toneladas anuais de

³⁰ Os funcionários tiveram acesso, em média, a 10% do capital da empresa, com um desconto de 70% em relação ao preço mínimo fixado para o leilão de venda do controle acionário

aço bruto, nas suas fábricas localizadas em Volta Redonda (Usina Presidente Vargas, a principal planta); Galvasud (galvanizadora localizada em Porto Real – RJ); em Curitiba (unidade de revestimento); CSN LLC nos EUA; e Lusosider (*joint-venture* entre CSN e o grupo inglês Corus, em Portugal). (CROSSETTI e FERNANDES, 2005).

O leilão de venda da CSN ocorreu em abril de 1993. A empresa foi alienada pelo preço mínimo estipulado: US\$ 1,056 bilhão. As demais colocações dessa privatização arrecadaram mais US\$ 438,7 milhões. Da receita total de US\$ 1,495 bilhão, a parcela paga em moeda corrente foi de US\$ 259 milhões. Os principais compradores foram a CVRD (por meio da subsidiária Docenave), o grupo industrial Vicunha e o banco Bamerindus.

3.1.1.7 – Cosipa

A Cosipa foi adquirida por um consórcio formado pela Usiminas, Banco Bozano Simonsen e um grupo de distribuidores de aço, em agosto de 1993. Neste leilão foram alienados 60% do capital da empresa, sendo 20% para os funcionários. Em 1994, foram promovidas mais três ofertas públicas de ações, com a alienação de mais 24% por US\$ 226 milhões. Dos US\$ 585,7 milhões obtidos com esta privatização, US\$ 240 milhões foram pagos em moeda corrente.

3.1.1.8 – Açominas

A Açominas foi a última siderúrgica a ser privatizada, em setembro de 1994. Foram vendidos 99,9% do capital, sendo 20% para os empregados. O valor arrecadado com a privatização chegou a US\$ 599 milhões, dos quais US\$ 30 milhões em moeda corrente. Os principais compradores foram os grupos siderúrgicos Mendes Jr e Villares, a mineradora Cia Vale do Rio Doce e bancos estatais do estado de Minas Gerais.

Atualmente, a empresa faz parte do Grupo Gerdau no país. Sua unidade localiza-se nos municípios de Ouro Branco e Congonhas (MG) e tem capacidade instalada de 3 milhões de toneladas de aço líquido por ano, com um “mix” de produtos concentrado em aços semi-acabados - tarugos, placas e blocos e perfis pesados. (Açominas, 2005).

O quadro 3.1 sintetiza as principais informações da privatização da siderurgia nacional.

Quadro 3.1
Empresas Siderúrgicas Privatizadas no Brasil

em US\$ milhões

Empresa	Data do leilão	Receita de venda	Dívida transferida	Resultado geral	Principais compradores
Usiminas	24/10/91	1.941,2	369,1	2.310,3	Bozano
Cosinor	14/11/91	15,0	-	15,0	Gerdau
Piratini	14/02/92	106,7	2,4	109,1	Gerdau
CST	16/07/92	353,6	483,6	837,2	Bozano, CVRD e Unibanco
Acesita	22/10/92	465,4	232,2	697,6	Previ, Sistel e Safra
CSN	02/08/93	1.495,3	532,9	2.028,2	Bamerindus, Vicunha, Docenave, Anquila e Brastubo
Cosipa	20/08/93	585,7	884,2	1.469,9	Anquila e Brastubo
Açominas	10/09/93	598,6	121,9	720,5	Cia. Min. Part. Industrial

Fonte: BNDES, 2000

3.1.2 – Privatização e Reestruturação na Siderurgia

Os trabalhos que se dedicam à avaliação dos efeitos das privatizações sobre as empresas se concentram, em sua maioria, na avaliação da melhora (ou não) de seus indicadores econômico-financeiros, contrastando períodos de gestão estatal e privada³¹. Quanto à siderurgia os resultados encontrados sugerem uma melhora substancial nos indicadores empresariais, conforme se percebe no quadro 3.2 e na tabela 3.2, a maior parte dos indicadores selecionados retratam uma melhoria nas contas das siderúrgicas. Não por acaso, a siderurgia é atualmente o maior exemplo de melhoria da eficiência interna das empresas no período pós-privatização (ver FARIA e CAMPELO Jr, 1996).

³¹ Ver Capítulo 2, tópico 2.4.2 Resultados microeconômicos.

Quadro 3.2
Indicadores das Empresas Siderúrgicas Brasileiras Privatizadas – 1992/1995

US\$ milhões

Empresas (data da privatização)	Ano	Faturamento	Lucro líquido	Patrimônio líquido
Acesita (22/10/92)	1992	397	(100)	428
	1993	463	31	499
	1994	774	80	500
	1995	678	32	1.064
Açominas (10/09/93)	1992	394	38	2.567
	1993	430	55	2.852
	1994	648	33	2.850
	1995	678	35	2.244
Cosipa (20/08/93)	1992	863	(297)	793
	1993	799	(579)	1.351
	1994	1.305	(80)	1.650
	1995	1.222	74	2.059
CSN (02/04/93)	1992	1.516	125	4.136
	1993	1.604	22	3.937
	1994	2.209	94	3.932
	1995	2.206	110	5.905
CST (10/07/92)	1992	546	(149)	1.972
	1993	617	33	1.923
	1994	889	93	1.923
	1995	931	190	3.129
Usiminas (24/10/91)	1992	1.256	123	1.395
	1993	1.212	246	1.557
	1994	1.832	200	1.555
	1995	4.160	336	2.813

Fonte: BNDES, 2000

Tabela 3.2
Indicadores da Siderurgia Brasileira (1989-1996)

Discriminação	1989	1990	1991	1994	1996
Produção (Mil t)	25.055	20.567	22.617	25.747	25.237
Faturamento (US\$ bi)	12,6	10,6	9,1	11,6	11,7
Mercado interno	9,1	7,3	5,6	7,9	8,4
Mercado externo	3,1	2,9	3,3	3,3	3,2
Outras receitas	0,4	0,4	0,2	0,4	0,1
Nº de empregados	167.414	131.663	121.500	97.414	77.547
Folha de pagamento (US\$ mi)	2.266	2.368	1.604	1.868	2.120
Impostos pagos (US\$ mi)	1.546	1.353	1.037	1.566	1.710
Investimentos (US\$ mi)	601	494	339	676	1.546
Produtividade (t/emp/ano)	144	155	186	264	300
Consumo de ferro (mil t)	29.151	24.888	24.179	27.612	27.662
Consumo E. elétrica (Gwh)	14.326	12.224	12.479	13.366	13.300
Nível de utilização	89,48	73,45	80,78	89,25	88,55

Fonte: BNDES (1997),

Os dados encontrados no setor ao longo da década de noventa, demonstram, em princípio, um salto em alguns indicadores entre os anos de 1990 a 1994. Chama atenção o aumento da produção e produtividade no período, com acréscimos de 25% e 70% no período, respectivamente.

Enquanto a produção se estabilizou nos anos de 1995 a 1999, com aumentos mais expressivos a partir de 2000, a produtividade das usinas ainda apresenta novo salto no período de 1994 a 1999, representando um aumento na ordem de 60%. Paula *et alii* (1998) indica que a baixa taxa de crescimento da produção encobre grandes diferenças em termos de *mix* de produtos. Dentre os produtos mais dinâmicos, destacam-se as chapas galvanizadas, que tiveram sua produção aumentada de 416 mil toneladas em 1989 para 1,143 milhão de toneladas no ano 2000. No mesmo período, chapas e bobinas inoxidáveis passaram de 94 mil toneladas para 268 mil toneladas. Outros produtos, como vergalhões, se mantiveram praticamente estáveis³². Já o aumento na produtividade é coerente com a queda no número de empregados, que foi de 36% de 1990 a 1994 e de 39,5% de 1999 a 1994. Vale frisar que este dado não revela o impacto dos processos de sub-contratação ocorridos no período, de forma que a queda de pessoal refere-se apenas ao pessoal próprio, não incluindo terceirização.

A despeito desta melhor performance dos indicadores normalmente utilizados para avaliação de eficiência, indicamos que as mudanças ocorridas na estrutura industrial do setor, no período pós-privatização foram relevantes, provavelmente, o resultado mais duradouro das privatizações. Estas podem ser subdivididas basicamente em quatro itens: racionalização da mão-de-obra, reestruturação produtiva, retomada do investimento produtivo e evolução no nível de concentração.

1) Racionalização do uso da mão-de-obra

A racionalização da mão-de-obra foi uma tendência não apenas nas empresas ex-estatais mais em todo o setor siderúrgico nacional. Nas estatais houve profundos cortes no quadro de pessoal das siderúrgicas integradas, com exceção da Usiminas, empresa reconhecida como de gestão mais eficiente entre as estatais do setor (PINHO e SILVEIRA, 1997). Outra tendência percebida nas siderúrgicas, e que será verificada também na Embraer, é a

³² Trilhos e acessórios se constituíram em exceções por terem sua produção descontinuada em 1996

diminuição dos cargos de chefia e supressão de níveis hierárquicos intermediários de comando, de acordo com a tabela 3.3.

Tabela 3.3
Ajustamento de Pessoal em Siderúrgicas Integradas Privatizadas

Empresa	Redução do quadro de pessoal			Momento	Redução dos cargos de chefia
	Inicial	Final	Var (%)		
Usiminas	13.413	12.480	-7	Antes	De 422 para 202
CST	5.970	4.232	-29	Depois	De 191 para 93
Acesita	7.300	5.500	-25	Depois	De 240 para 90
CSN	23.000	17.000	-26	Antes	-27
Cosipa	11.664	9.856	-16	Depois	De 400 para 170
Açominas	nd	nd	nd	Antes	nd

Fonte: Pinho e Silveira (1998:20)

Nota dos autores: Dados da coluna 'momento' se referem aos processos de ajustamento conduzidos imediatamente antes ou depois da privatização. Contudo, a magnitude total do ajuste foi bem maior.

Este processo de ajustamento tem sido apontado pela literatura como um indicativo da inépcia na administração destas empresas (ver, por exemplo, FARIA e CAMPELO Jr, 1996). Contudo, há indicativos de que o enxugamento nas empresas estatais não foi mais contundente do que ocorrido nas siderúrgicas integradas privadas. Em alguns casos, a redução do emprego nestas foi até mais intensa do que naquelas. A este respeito, Pinho e Silveira (1998b:21) argumentam que uma análise mais detida do assunto revela que a redução do quadro efetivo de pessoal se relaciona ao estilo de reestruturação produtiva destas empresas, que por vezes incluía a desativação de plantas industriais inteiras³³. Por conta disso, o enxugamento do efetivo está associado a uma redução da quantidade produzida. Em outras siderúrgicas, como CSN e Cosipa, ocorreu juntamente com o ajustamento do emprego, o aumento da produção. Estas empresas completaram em meados da década de 80 importantes projetos de expansão e só conseguiram sustentar um nível de operação mais próximo da plena ocupação em meados dos anos noventa. Açominas e CST operavam na década de noventa consistentemente acima de suas capacidades nominais. A conclusão apontada pelos autores é que a diferença de desempenho quanto ao volume produzido, mais do que a intensidade da redução do emprego, explica o incremento substancialmente maior da produtividade nas siderúrgicas anteriormente estatais do que nas tradicionalmente privadas: 81% e 46% respectivamente, conforme tabela 3.4.

³³ Os autores citam que no início da década de noventa foram desativadas as usinas de Nova Iguaçu da Cosigua, de São Caetano, da Villares, além da Cosinor, adquirida pelo grupo Simisa Aliperti, Ferroeste e Cofavi paralisaram a operação de suas aciarias.

Tabela 3.4
Produção, Emprego e Produtividade na Siderurgia Brasileira (1989/1995)

Empresa	Prod. Aço Bruto (mt.)			Emprego			Produtividade		
	1995	1989	Var %	1995	1989	Var %	1995	1989	Var %
CSN	4.340	3.514	23.5	13.882	23.455	-40.8	312.6	149.8	108.7
Usiminas	4.161	4.395	-5.3	9.890	13.838	-28.5	420.7	317.6	32.5
Cosipa	3.598	3.406	5.6	9.226	15.819	-41.7	389.9	215.3	81.1
CST	3.739	3.270	14.3	3.947	6.736	-41.4	947.4	485.5	95.1
Açominas	2.435	1.876	29.8	3.659	6.716	-45.5	665.6	279.3	138.3
Acesita	612	689	-11.1	5.186	8.619	-39.8	118.1	79.9	47.7
Ex-Estatais	18.885	17.150	10.1	45.790	75.183	-39.1	412.4	228.1	80.8
Belgo-Mineira	1.003	862	16.3	4.292	8.089	-46.9	233.6	106.6	119.3
Cosigua	1.189	1.364	-12.8	4.292	8.089	-44.9	280.8	177.6	58.1
Mannesmann	561	711	-21.2	5.747	9.175	-37.4	97.5	77.5	25.9
3 maiores privadas	2.752	2.937	-6.3	14.273	24.943	-42.8	192.8	117.7	63.8
Total das privadas	6.191	8.057	-23.2	33.088	62.663	-47.2	187.1	128.6	45.5
Total no Brasil	25.076	25.207	-0.5	78.878	137.846	-42.8	317.9	182.9	73.9

Fonte: Pinho e Silveira (1998:22)

Notas dos autores:

- 1) O indicador de produtividade, expresso em toneladas/homem/ano, refere-se à razão entre produção de aço bruto e número de empregados diretamente contratados pelas empresas.
- 2) Os dados relacionados sob rótulo “total das privadas” abrangem, além das empresas que já eram privadas em 1989, informações relativas à Cosinor e à Piratini, privatizadas respectivamente em 1991 a 1992. Não estão disponíveis informações que permitam separá-las do conjunto de empresas que contou efetivamente com gestão privada ao longo de todo o período, mas se pode avaliar com segurança que a inclusão das duas usinas não implica viés superior a dois pontos percentuais em nenhuma das taxas de variação computadas.

Se há convergência nos movimentos de ajuste de pessoal entre as siderúrgicas brasileiras, o mesmo não se percebe quanto ao aumento de produtividade, que em algumas empresas apresenta-se bem maior que em outras. Não é possível explicar este fato, apenas apontando situações em que o baixo aumento na produtividade seria derivado de uma situação prévia de eficiência, como era o caso da Usiminas. Sendo a forte redução no quadro de pessoal observada em quase toda a siderurgia nacional, não é correto supor que a gestão estatal provocou genericamente grande “inchaço” no quadro de pessoal. Contudo, ainda assim, é cabível considerar que a gestão privada e, antes dela, os ajustes para a privatização, ajudaram a promover a adesão das empresas a um novo padrão de gestão, inclusive de pessoal, o que melhorou os indicadores de produtividade das usinas.

2) Reestruturação produtiva

Com a privatização, iniciou-se o processo de reestruturação produtiva, com redução significativa do número de empresas. Até o fim da década de 80, o setor era composto por

mais de 30 empresas/grupos, que atuavam em um cenário de proteção de mercado. Em 2002, nove empresas eram responsáveis por 96% da produção, as quais podiam ser reunidas em cinco grupos principais: CSN, Usiminas/Cosipa, Acesita/CST, Belgo Mineira/Mendes Júnior e Gerdau/Açominas

No período pós-privatização a compra de certas usinas por grupos com estrutura de produção multi-planta permitiu ampliar o grau de especialização de algumas unidades. Por exemplo, o grupo Gerdau dispondo do terminal marítimo privativo da Usiba, concentrou nesta usina boa parte de sua produção de itens básicos para o mercado externo. Por outro lado, a incorporação da Usina de Barão de Cocais (desmembrada da Cimetal em seu processo de privatização) permitiu melhorar as condições de suprimento de carga metálica para a Cosigua (PINHO e SILVEIRA, 1998b).

A reestruturação do grupo Villares começou em 1992, quando o grupo decidiu concentrar nas usinas Aparecida e de São Caetano do Sul a produção de aços de alta-liga, orientando a Vibasa e Anhangüera para fabricação de aços de construção mecânica. A reorganização se aprofundou com a compra da Indústria Villares (*holding* do grupo) pela Acesita e pelo grupo financeiro Sul América. Esta rodada de reestruturação implicou redesenho da indústria de aços especiais. Em fins dos anos noventa, com o fechamento da usina de São Caetano e a incorporação da Eletrometal ao grupo Villares consolidou-se o domínio quase completo da produção deste segmento no grupo liderado pela Acesita, que já dispunha de virtual monopólio na produção de aços planos especiais³⁴.

Outra expectativa, gerada pela privatização, era que a compra de metade do capital da Cosipa pela Usiminas projetasse maior integração entre estas duas usinas, com possibilidade de maiores ganhos logísticos, aproveitando a localização da Cosipa em Cubatão (SP). Aparentemente as operações destas empresas seguiram de maneira autônoma, havendo envolvimento recentes nas negociações conjuntas com fornecedores. Somente em 2004 a integração de compras das usinas Cosipa e Usiminas foi efetivamente realizada, por meio de compras conjuntas que totalizaram R\$ 199 milhões, o que proporcionou uma redução de custos para as duas companhias de mais de R\$ 10 milhões.

³⁴ Importante lembrar que este movimento de concentração retrocede nos anos posteriores quando a Villares foi vendida ao grupo espanhol (Sidenor), que teve ser controle adquirido pelo Gerdau em 2005.

Avaliamos que os efeitos da privatização em termos de reestruturação industrial ficaram aquém do esperado, mesmo considerando os impactos positivos no setor de aços especiais e para o grupo Gerdau. A este respeito, Pinho e Silveira (1998a:25) afirmam: “mesmo que a condução do processo de privatização não tenha visado explicitamente promover essa reestruturação, o novo controle do capital de algumas das usinas autorizava a expectativa de resultados mais amplos neste campo”.

3) Retomada de investimento produtivo

A siderurgia brasileira experimentou a partir de meados da década de 90 uma retomada dos investimentos, que alcançaram US\$ 10,2 bilhões no período 1994/2000. Estudo de Pinho (2001) ressalta que o montante médio anual de recursos investidos no período 1995 a 1998, US\$ 1,64 bilhão, foi 211% maior do que no período 1990-94. Os principais investimentos programados na década de noventa se orientavam para modernização e enobrecimento da linha de produtos. Secundariamente, novos investimentos foram realizados com vistas a auto-geração de energia elétrica e o controle ambiental. A ampliação da capacidade produtiva foi, nesse período, bem menos catalizada, de tal modo que a capacidade de produção de aço bruto em 2000 era apenas 6% maior que em 1990.

Com efeito, Pinho (2001) ressalta que os resultados dos projetos de modernização foram apreciáveis, contudo, as iniciativas de expansão ficaram abaixo das expectativas. A frustração decorre tanto de atrasos na execução de alguns planos de investimento, quanto da indefinição com relação a outros. Soma-se a estes fatores a paralisação de algumas usinas, em virtude da reconfiguração da produção de alguns grupos multi-plantas. De maneira geral, o autor conclui que a expansão da capacidade produtiva da siderurgia nacional foi pouco expressiva no período pós-privatização.

Após o ano 2000, as empresas siderúrgicas intensificaram os esforços de expansão da capacidade instalada de aço, em alguns casos com alteração do “*mix*” de produção (ver quadro 3.3). De uma forma geral, a expansão da capacidade foi projetada com base nas perspectivas de crescimento da demanda interna de aço, enfatizando menos o aumento das exportações, exceção no tocante ao aumento da oferta de semi-acabados, especialmente placas (BNDES, 2000).

Quadro 3.3
Investimentos Previstos de 2001 a 2007 nas Siderúrgicas Privatizadas

Empresa	Projetos	US\$ milhões
		Investimento Total
Usiminas	Modernização de usina	120
Cosipa	Controle ambiental/ modernização de usina/ novo lingotamento contínuo de placas	1840
CST	Instalação de laminador a quente/ melhorias na usina/ novo alto-forno	1000
Acesita	Duplicação da capacidade de inoxidável	140
CSN	Modernização/ controle ambiental/ alto-forno/ lingotamento de placas	720
Açominas	Reforma do alto-forno/ entrada em operação laminador de perfis/ nova laminação de longos	240

Fonte: BNDES, 2000

4) Evolução do nível de concentração na siderurgia

A avaliação do nível de concentração da siderurgia no período pós-privatização parte da instabilidade patrimonial pela qual passaram as empresas. A grande participação dos bancos no processo de privatização respondeu aos objetivos de aplicar as moedas de privatização, de maneira que a posterior revenda destes capitais promoveu forte instabilidade patrimonial no setor³⁵. Pinho (2001:69) identificou para as unidades produtivas ainda em operação o grupo de controle a que se filiavam em 1990 e em 2000, e concluiu que apenas 17% das unidades (em termos de capacidade de aciarias) não passou por pelo menos uma alteração de controle patrimonial nestes dez anos³⁶.

Como resultado destes processos de ajuste patrimonial, o que se percebeu foi o aumento da concentração na siderurgia, nas mãos de poucos e grandes grupos produtores³⁷.

³⁵ Pinho (2001:46) afirma que “a precariedade da base de informações, composta por relatos esparsos da imprensa, sugere cautela em sua análise, mas ainda assim não parece muito arriscado afirmar que a privatização foi, de fato, um bom negócio para os bancos, embora seus ganhos tenham tido extensão muito diferenciada. No caso de venda de ações da Usiminas, a operação foi consumada a valores inferiores à média prevalecente em seus leilões de privatização. Considerando-se os deságios das ‘moedas podres’, a valorização do capital investido – medida em US\$ correntes e, portanto, inflada em certa medida pela apreciação em termos reais da moeda nacional durante o período – teria sido de no mínimo 52%. O ganho foi bem maior no caso de venda de participações do Bamerindus na CSN e, principalmente, do Unibanco e do Bozano-Simonsen na CST: pelo menos 181% e 388%, respectivamente”.

³⁶ Uma descrição das alterações na estrutura patrimonial das siderúrgicas privatizadas pode ser consultada em Pinho e Silveira (1998), Pinho (2001) e Paula *et alii* (2002)

³⁷ A este respeito, cabe uma explicação. Autores como Matos Filho e Oliveira (1996) e Tourinho e Viana (1994), estudando a concentração industrial no setor de aços planos, afirmam que a concentração diminuiu após a privatização. Para estes autores, o cálculo dos índices que medem a participação dos quatro e oito maiores acionistas das empresas no faturamento setorial, CR4 e CR8, respectivamente, indica que a concentração da propriedade do capital industrial diminuiu a partir do início da execução do programa de privatização. (CR4 passou de 91,6% para 22,5%, enquanto CR8 passou de 8,4% para 9,4% entre os períodos antes e depois da privatização) A inadequação do cálculo sugerido por estes autores é a consideração da *holding* Siderbrás como

Considerando a estrutura patrimonial das empresas antes da privatização e os ajustes que se seguiram, a conclusão é que a concentração no setor aumentou e com tendência a aumento ainda maior, haja vista estratégias de expansão de grupos siderúrgicos como o grupo Arcelor.

3.1.3 - Eventos exógenos identificados na siderurgia³⁸

No que tange à melhoria de alguns indicadores de rentabilidade das empresas, começamos por um dos mais evidentes fatos, derivados do processo de privatização, com que contou a siderurgia nacional: Os **programas de saneamento financeiro**. Estes se sustentam na consideração de que a sua não realização implicaria valores muito baixos de venda das empresas e alguns casos, chegaria a inviabilizar a privatização. Seis das oito siderúrgicas privatizadas contaram com aporte de capital do Estado. No caso da siderurgia, o saneamento financeiro das empresas se deu em duas etapas. A primeira esteve ligada ao plano de saneamento da Siderbrás, em fins da década de oitenta, que consistia na adoção de um esquema de duas fases distintas: 1) operação contábil de transferência das dívidas e compromissos das empresas controladas para a holding, 2) a União garantiria suficiente alocação de recursos para liquidação do total do serviço da dívida (principal e encargos), mediante capitalização das empresas e da holding. (PASSANEZI FILHO, 1992). A segunda ocorreu as vésperas da privatização. Em ambas promoveu-se renegociação de débitos fiscais e/ou com outras organizações públicas, que resultou em alongamento do perfil da dívida. De maneira sintetizada, a tabela 3.5 resume os aportes de capital do Estado junto às estatais privatizadas.

uma empresa apenas. A inadequação de considerar a Siderbrás como uma empresa foi discutida por Pinho (2001): (1) A incapacidade da *holding* em exercer comando efetivo sobre muitos aspectos centrais das atividades de empresas oficialmente subordinadas a ela; (2) O controle estatal do capital implicou em pautar a atuação de mercado das empresas por práticas muito diferentes daquelas a que a alta concentração da produção tipicamente está associada.

³⁸ Seção baseada em Pinho e Valle (2000)

Tabela 3.5
Saneamento Financeiro das Siderúrgicas Integradas Privadas

US\$ milhões

Empresa	Transferência de dívidas			Renegociação de dívidas		
	Plano de saneamento	Pré-privatização	Total	Plano de saneamento	Pré-privatização	Total
CSN	909	756	1.665	259	210	469
Usiminas	16	--	16	327	--	327
Cosipa	1.269	920	2.189	436	301	737
CST	1.794	--	1.794	275	--	275
Açominas	3.705	470	4.175	41	--	41
Acesita	--	130	130	--	313	313
Total	7.693	2.276	9.969	1.338	824	2.162

Fontes: Passanezi (1992:45,146) e Paula (1995) *apud* Pinho e Silveira (1998:35)

Outro elemento exógeno à privatização e importante para entender o desempenho financeiro das siderúrgicas no período pós-privatização é a **liberação de preços internos do aço**. Em agosto de 1991 os preços do aço foram liberados, acabando com um controle já de muitos anos, que continuamente prejudicava as ex-estatais. Pinho e Silveira (1998a), analisando o comportamento dos preços no atacado de ferro e aço deflacionados pelo IPA-OG da indústria, demonstram que depois de atingir seu mínimo em 1990, os preços relativos da siderurgia como um todo, se recuperaram acumulando até 1995 uma alta de 24%.

A **evolução do preço do aço exportado** é outro fator exógeno à mudança de gestão que impactou a rentabilidade das empresas privatizadas. A queda de 5% no índice de preços do aço exportado, considerando a flutuação da paridade cambial no período, permite supor que este evento teve influência significativa na evolução da geração operacional de recursos.

A **recuperação do mercado interno** a partir de 1993 é outro fator que teve impacto substancial na melhoria dos resultados financeiros das siderúrgicas privatizadas. O enobrecimento do perfil de demanda com preços mais elevados constitui melhora expressiva para estas empresas nos anos posteriores às vendas. Neste sentido, Paula (1995) refere-se a um sobre-preço usual de 20% nas vendas internas com relação às externas. O recuo das quantidades exportadas estimularia, portanto, a rentabilidade operacional, Pinho e Silveira (1998:33) afirmam que, medido como a relação física entre as exportações e o total das vendas, o coeficiente de exportações de laminados planos (comuns e especiais) recuou de um máximo, em 1992, de 48% para 35%, em 1994, chegando a 30% em 1995. Outro dado que corrobora esta perspectiva, apresentado por Pinho e Valle (2000:580) é o aumento do consumo aparente de aço, que em 1994 superou em 34,2% o volume registrado em 1990.

3.2 – Petroquímica

A cadeia petroquímica remonta à indústria de hidrocarbonetos básicos extraídos do subsolo terrestre, especialmente petróleo e gás natural. Os processos produtivos da cadeia incluem pelo menos 45 etapas entre a matéria-prima básica (petróleo) e os produtos finais (artigos plásticos). De uma maneira simplificada, essa cadeia se organiza da seguinte forma: extração de petróleo ao refino, petroquímica básica (1ª geração), resinas termoplásticas (2ª geração), indústrias de transformação plástica (3ª geração) e química fina (4ª geração)³⁹ (PADUA NETO *et alii*, 2003).

A estatização do setor petroquímico brasileiro guarda semelhanças com a siderurgia, pois ambos compartilham de dificuldades similares de implantação numa economia de industrialização tardia (Pinho e Silveira 1998:4). Contudo, diferentemente do que ocorreu na siderurgia, o governo procurou desenvolver uma forma de organização para o setor petroquímico baseado em três pilares fundamentais. Além da participação estatal, o “modelo tripartite” sustentava-se nos aportes de capitais privado, nacional e estrangeiro. Segundo Hiratuka, Garcia e Sabbatini (2003), o modelo previa a integração dos agentes, destacando a Petrobrás como fornecedora de insumos, o capital privado estrangeiro como fornecedor de tecnologia e a função gestora das empresas nacionais.

O sistema industrial é estruturado por diferentes segmentos de atividade em cadeia integrada verticalmente, tais segmentos são normalmente classificados como: *upstream*, que envolve a exploração e a produção, incluindo desde a prospecção para a identificação das jazidas até a produção e o armazenamento do óleo extraído, a rede de transporte do óleo das áreas de produção para as áreas de refino e dos produtos derivados do refino para as áreas dos mercados de consumo; *midstream*, que representa o refino do óleo; e *downstream*, que engloba a distribuição dos derivados e a comercialização do óleo e de seus derivados. Pinho e Silveira (1998a) argumentam que esta estrutura produtiva apresenta enorme complementaridade nos elos iniciais da cadeia produtiva. Nesse contexto, a inexistência de

³⁹ Da etapa de refino e processamento industrial derivam semi-produtos que estão na origem da longa cadeia. Na 1ª fase, os produtos obtidos são os petroquímicos básicos, que são divididos em dois grupos: as olefinas (eteno, propeno e butadieno) e os aromáticos (benzeno, tolueno e xilenos). Os produtos básicos são utilizados para fabricar os intermediários, que por sua vez são transformados nos produtos petroquímicos finais. Entre os intermediários estão o acetato de vinila, o linear alquibenzeno (LAB), o cumeno, o dimetiltereftalato (DMT), o caprolactama e o óxido de eteno. Como exemplo de produtos finais estão o linear alquibenzeno sulfonado (LAS); termoplásticos como poliestireno (PS), polipropileno (PP), polietilenos (PEs), acrilonitrila butadieno estireno (ABS) e o polietileno tereftalato (PET). (PADUA NETO *et alii*, 2003).

operações verticalizadas sob um comando único expõe as operações dos pólos petroquímicos ao risco de comportamentos oportunistas, que podem inviabilizar as atividades de empresas *downstream*.

No Brasil, o processo de formação da indústria petroquímica pode ser descrito em três fases de desenvolvimento. A fase inicial estendeu-se da década de quarenta até 1964, quando foram implantadas algumas pequenas fábricas pela iniciativa privada, normalmente subsidiárias de empresas multinacionais. A segunda fase, de 1965 a meados da década de setenta, foi marcada pela implantação do primeiro pólo petroquímico, em Mauá (SP). A fase seguinte se estendeu até os anos noventa e propiciou uma acentuada expansão e descentralização da indústria. Neste período, foram constituídos os pólos de Camaçari (BA) e Triunfo (RS), implantados respectivamente em 1978 e 1982. (MONTENEGRO, 2002).

O modelo tripartite alcançou resultados expressivos de 1968 a 1983, com investimento total de US\$ 5 bilhões para implantação dos três pólos petroquímicos, produção aumentada em oito vezes e uma queda no coeficiente de importações de 33% para 1%. Contudo, os limites do modelo foram dados pelo desmonte do marco regulatório, resultado da crise fiscal do governo e do choque de juros, somados à incapacidade do Estado manter seus compromissos para co-financiar a expansão do setor e a abertura à concorrência externa. Sob a ótica das empresas, também se percebiam algumas deficiências críticas na organização da produção, como a dificuldade de absorção de tecnologia, escalas baixas de produção, falta de diretrizes estratégicas claras, bem como o desinteresse do capital estrangeiro pelo modelo tripartite. No caso da indústria petroquímica, há motivos para supor que a decisão de privatizar se relacionou basicamente com a falência do modelo tripartite na gestão destas, em virtude do desinteresse ou insuficiência das partes na realização de investimentos.

A privatização foi praticamente toda consolidada do período de 1992 a 1996. Das 27 empresas desestatizadas em apenas três (Petroflex, PQU e Copesul) o governo possuía o controle acionário e o transferiu por meio das vendas. Nas demais 26 empresas petroquímicas privatizadas o Estado se desfez de sua participação minoritária.

No tocante à privatização, a opção do governo foi pela venda isolada do controle de cada empresa em virtude dos acordos com os demais acionistas e pela alienação efetivada de forma individualizada, por pólos, e não em bloco. A central de primeira geração do pólo de Camaçari, Copene, já era majoritariamente privada em seu controle (a empresa foi

privatizada em 1980); então, reduziu-se a participação do governo federal, por via da Petroquisa⁴⁰, tornando esta uma acionista minoritária com 15% do capital votante. As centrais PQU e Copesul, que eram estatais, foram privatizadas, permanecendo a Petroquisa com 17% e 15% do capital votante, respectivamente. A participação estatal nas empresas de segunda geração das três centrais, também foi vendida, mas com uma característica especial: devido ao modelo tripartite e à existência de acordo de acionistas, os grupos privados controladores exerceram seus direitos de preferência, tendo sido alienada somente a participação estatal.

Na análise do perfil dos compradores no setor petroquímico, Pinho e Silveira (1998a) destacam que o interesse de instituições financeiras e dos fundos de pensão foi muito reduzido, limitando-se à PQU e à Copesul. Em contrapartida, a participação de empresas industriais nacionais foi bem maior, chegando a 55%. Destacam-se dois movimentos: a aquisição pelos sócios anteriores das participações da Petroquisa em empresas de segunda geração e a compra por estas empresas de parcelas do capital de centrais de matérias-primas.

A permanência da Petroquisa, ainda que minoritária, no capital das empresas de primeira geração e de algumas de segunda geração deve-se ao fato de que, mesmo sendo necessário vender as participações, o próprio programa de desestatização, entendendo a dependência da indústria em relação a insumos derivados de petróleo, concluiu que a Petrobrás deveria manter-se no negócio. A indústria petroquímica brasileira depende criticamente de fornecimento de nafta pela Petrobrás, que detém o virtual monopólio do refino. A nafta representa algo em torno de 70% dos custos totais de uma central petroquímica. Durante a década de 80, o preço da nafta foi fixado em níveis inferiores aos internacionais, garantindo um subsídio para a petroquímica.

Ao contrário do que ocorreu na siderurgia, em que o governo controlava os preços praticados pelas estatais, o que comprometia seus lucros, movimento contrário aconteceu na petroquímica, sendo o setor subsidiado durante o período estatal. Esta especificidade é uma das principais causas da diferença entre os resultados financeiros destas empresas no período pós-privatização quando comparados com a siderurgia. Não por acaso, muito se tem usado o

⁴⁰ A Petrobras Química S.A. (Petroquisa), subsidiária petroquímica da Petrobrás, ao final da década de 80, a participava acionariamente de 36 empresas – controladas e coligadas, que respondiam por mais de 70% da produção de petroquímicos e com faturamento de US\$ 7 bilhões. No entanto, a companhia tinha participações minoritárias, o que dava às empresas privadas a gestão e o controle dos empreendimentos. Em 2006, a Petroquisa possui participação acionária, minoritária e cerca de 13 empresas. (SCHUTTE, 2003)

setor siderúrgico como exemplo do sucesso do processo de privatização, uma vez que a melhoria dos indicadores é expressiva, mas pouco se fala da indústria petroquímica segundo esta ótica. A análise que se segue demonstrará o quanto mudanças no aparato regulatório do setor afetaram as empresas petroquímicas privatizadas e ajudam a explicar a percepção de melhora menos significativa dos indicadores econômico-financeiros destas no período pós-privatização.

3.2.1 - Empresas Analisadas

3.2.1.1 – Petroflex

A Petroflex foi a primeira estatal do setor petroquímico a ser privatizada. O leilão para a venda de ações ordinárias ocorreu em abril de 1992, quando o controle acionário passou para um consórcio formado pela Norquisa, Companhia Suzano de Papel e Celulose, Coperbo e Unipar. Seguiram-se a isso duas ofertas aos empregados e ao público em geral em maio e julho de 1992, nas quais foi vendido mais 20% do capital da empresa.

A empresa é atualmente a maior produtora de borracha sintética da América Latina, operando três fábricas no Brasil capacitadas a produzir por ano 410.000 toneladas de elastômeros. A planta industrial de Duque de Caxias (RJ) inaugurada em 1962, é sua fábrica, responsável por cerca de 50% da produção de toda a Petroflex, possui capacidade nominal de 196.000 toneladas/ano de eSBR, 10.000 t de látex e 4.000 t de PBLH. A fábrica de Cabo (PE) tem capacidade para produzir 125.000 t/ano de 28 tipos de borracha, enquanto a terceira unidade de produção localizada em Triunfo (RS), possui a planta de produção mais moderna, sendo a única que produz borracha nitrílica e borracha em pó. (PETROFLEX, 2005).

3.2.1.2 – Copesul

A Copesul é a central de matérias-primas do Pólo Petroquímico do Sul. A empresa processa nafta e condensado de GLP, para gerar os produtos básicos para indústrias de segunda geração da cadeia petroquímica. A Copesul produz cerca de 40% do eteno consumido no Brasil, com capacidade instalada de 1.135 mil t/ano. Além do eteno, seu principal produto, a empresa produz propeno (581 mil t/ano), butadieno (105 mil t/ano) e aromáticos (431 mil t/ano), entre outros, totalizando cerca de 3 milhões de t/ano de petroquímicos.

A empresa foi privatizada em maio de 1992, quando foram alienados 63% do capital, por US\$ 797 milhões. A oferta aos empregados foi realizada em novembro de 1993, sendo ofertados mais 10% do capital da empresa, totalizando uma receita de mais US\$30 milhões. Outras empresas petroquímicas, como Petroquímica Triunfo, Petroflex, Poliolefinas e PPH, que já detinham pequenas participações no capital da empresa, mantiveram suas posições. As instituições financeiras e os fundos de pensão passaram a deter 42% do capital, ao passo que a Petroquisa reduziu sua participação de 67% para 15,0%. Atualmente, o controle da Copesul é compartilhado entre a Braskem e o Grupo Ipiranga, cada um com 29,5% das ações ordinárias.

3.2.1.3 – PQU – Petroquímica União

É a central de matérias-primas responsável pelo pólo petroquímico de São Paulo. A PQU possui um controle compartilhado por seis grupos, garantido por um acordo de acionistas complexo e com fortes amarras, que dificultam investimentos e integração com produtoras de segunda geração. A capacidade produtiva da PQU é de 680 mil t/ano de eteno, 250 mil t de propeno, 80 mil t de butadieno e 527 mil t de aromáticos. Essa capacidade configura uma escala relativamente pequena de produção, que, conseqüentemente, perde em competitividade para as demais centrais petroquímicas.

O leilão de venda da empresa foi realizado em janeiro de 1994. Foram ofertados 50% do capital e vendidos apenas 40,5%, resultando numa receita total de US\$ 270 milhões. Em março do mesmo ano, foram ofertados e vendidos aos empregados mais 9,8% do capital.

A tabela 3.6 e o quadro 3.4 sintetizam as principais informações da privatização do setor petroquímico nacional.

Tabela 3.6
Empresas Petroquímicas Privatizadas no Brasil

em US\$ milhões

Empresa	Data do leilão	Receita de venda	Dívida transferida	Resultado geral
Petroflex	01/04/92	234,0	20,7	254,7
Copesul	01/05/92	861,5	9,2	870,7
PQU	01/01/94	287,5	40,9	328,4
Alcalis	15/07/92	81,4	5,7	87,1
Nitriflex	06/08/92	26,2	9,2	35,4
Polisul	11/09/92	56,8	131	187,8
PPH	29/09/92	59,4	35	94,4
CBE	03/12/92	10,9	0	10,9
Poliolefinas	19/03/93	87,1	0	87,1
Oxiteno	15/09/93	53,9	2	55,9
Acrinor	12/08/94	12,1	0,7	12,8
Coperbo	16/08/94	25,9	5,8	31,7
Polialden	17/08/94	16,7	1,5	18,2
Ciquene	17/08/94	23,7	6,3	30,0
Politeno	18/08/94	44,9	28,4	73,3
Copene	15/08/95	270,5	475,4	745,9
CPC	29/09/95	99,6	60,9	160,5
Salgema	05/10/95	139,2	43,9	183,1
CQR	05/10/95	1,7	0	1,7
Nitrocarbono	05/12/95	29,6	7,5	37,1
Pronor	03/12/95	63,5	34,7	98,2
CBP	05/12/95	0,04	0	0,04
Polipropileno	01/02/96	81,2	4,6	85,8
Koppol	01/02/96	3,1	66,9	70,0
Deten	22/05/96	12,1	0	12,1
Polibrasil	27/08/96	99,4	12,4	111,8
EDN	26/09/96	16,6	0	16,6

Fonte: BNDES, 2005

Quadro 3.4
Mudanças no Controle do Capital das Empresas Petroquímicas Brasileiras (1990-1994)

Empresa	Controladores	Participação anterior (%)	Participação posterior (%)
Petroflex	Petroquisa	100,00	-
	Consórcio Pic	-	-
	Suzano	-	20,4
	Norquisa	-	10,4
	Unipar	-	10,2
	Coperbo	-	10,0
	Fundos de pensão	-	26,0
	Inst. Financeiras Nacionais	-	2,6
	Capital Estrangeiro	-	0,4
	Empregados	-	10,0
	Outros	-	10,0
Copesul	Petroquisa	67,2	15,0
	Bndespar	30,7	20,9
	Poliolefinas	0,7	0,7
	Polisul	0,2	0,2
	PPH	0,2	0,2
	Consórcio PPE	-	28,8
	Petroquímica Triunfo	0,6	0,6
	Petroflex	0,3	0,3
	White Martins	0,1	0,1
	Empregados	-	10,0
	Oferta pública	-	10,0
	Fundo polinvest	-	4,6
	Banco Real	-	4,5
	Banco Econômico	-	4,1
PQU	Petroquisa	67,8	17,3
	Unipar	28,9	30,0
	Banco Ind. e Com.	1,3	2,5
	Bradesco	0,8	0,8
	Odebrechr	0,7	0,7
	EDN	0,6	0,6
	Consórcio Polinvest	-	13,0
	Empregados	-	9,8
	Polibrasil	-	6,8
	San Felipe Adm e Part.	-	6,3
	Fundo Privatinvest	-	4,5
	Fundos de pensão	-	1,7
	Capital estrangeiro	-	0,3

Fonte: Pinho e Silveira (1997:56)

3.2.2 – Privatização e Reestruturação na Petroquímica

1) Racionalização do uso de mão-de-obra

Pesquisa encomendada pela Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica (Sobeet) a respeito do ganhos de produtividade da indústria brasileira, indicou que no setor petroquímico, incluindo refino, o aumento foi de 8% ao ano no período de 1991 a 1998. Juntamente com o aumento de produtividade, Schutte (2003), indica também uma queda no pessoal direto empregado de cerca de 52% de 1989 a 1999. O autor alerta que a grande redução no pessoal empregado deriva de duas fontes principais: 1) mudanças no padrão de produção e organização do trabalho, bastante ligadas às novas tecnologias de processo e produto, que não foi apenas percebida em empresas outrora estatais, mas em boa parte das atividades industriais; 2) a referência apenas à mão-de-obra direta, não sendo computados os trabalhadores terceirizados, que estão em cargos anteriormente ocupados por trabalhadores diretos.

2) Reestruturação produtiva

Parte substancial do processo de reestruturação produtiva foi resultado da atuação da Odebrecht. A empresa, tradicionalmente empreiteira de obras, que já detinha participações na CPC, Norquisa, Poliolefinas, Companhia Industrial de Polipropileno (PPH), Salgema e Copene, vislumbrou no processo de desestatização uma oportunidade para passar de investidora a gestora. A participação da área química no grupo passou de 7% em 1984 para 41% em 1994. A empresa conseguiu aumentar a produtividade por trabalhador de 301 ton/ano para 636 ton/ano no período de 1991 a 1994. Em 1996, começa o processo de reestruturação com a integração da Salgema e CPC para produção de PVC, dando origem à Trikem e duplicação do Pólo de Triunfo.

No setor petroquímico, relativamente pouco havia sido feito com objetivo de aumentar a integração vertical e reduzir o risco do negócio. Nesse sentido, o surgimento da Braskem, resultado da compra da Copene pelo consórcio Odebrecht-Mariani, proporcionou um rearranjo patrimonial que melhorou o poder de barganha das empresas de segunda geração em relação à central de matérias-primas, começou a alterar o perfil do setor no Brasil, demonstrando que a reestruturação da indústria petroquímica brasileira ainda tem muito que avançar (SANTOS, 2005). As empresas petroquímicas perceberam que a avaliação das

possibilidades e das condições para o estabelecimento de um novo padrão produtivo eficiente e sustentável não pode resumir-se à resolução do nó societário que caracterizou a estrutura patrimonial do setor durante anos, mas movimentos no sentido de ganhos de escala e maior integração entre empresas de primeira e segunda geração ainda serão necessários.

3) Retomada do investimento

A decisão de retomar os investimentos para o setor petroquímico foi praticamente um requisito para a permanência destas no mercado. As escalas produtivas ainda se mantinham em níveis inferiores aos níveis competitivos, gerando ineficiências e maiores custos de produção, já que a atividade petroquímica é uma atividade que apresenta ganhos de escala expressivos.

Os planos de investimentos no setor petroquímico voltaram-se para recuperação do parque fabril, que apresentava enorme defasagem, modernização e automação industrial. No caso da Petroflex, parte considerável do aumento nos investimentos do período pós-privatização foram orientados à aquisição da Coperbo. Entre 1992 e 2001, a empresa desembolsou US\$ 90 milhões em investimentos fabris, US\$ 125 milhões na aquisição da Coperbo e US\$ 15 milhões em programas de pesquisa e desenvolvimento de produtos e processos, informática dentre outros. Importante lembrar que no ano anterior a privatização os investimentos da empresa foram de apenas, US\$ 2,9 milhões, o que está muito aquém dos investimentos anuais dos períodos subseqüentes.

Quanto às centrais petroquímicas, o investimento em capacidade foi pequeno. A exceção foi a duplicação do pólo de Triunfo, que teve início com a expansão, em 1999, da sua central de matérias-primas, a Copesul, passando de 685 para 1.135 mil toneladas de eteno ao ano.

A Unipar também mantém projetos de ampliação e integração em Capuava e para o deslanche da Rio Polímeros. A ampliação da PQU, planejada pelo grupo, deve possibilitar o projeto da Unipar de duplicar a capacidade de produção da Polietilenos União com uma nova planta com investimento previsto de US\$ 130 milhões.

Os projetos de expansão da PQU têm seguido mais lentamente do que o pretendido. A primeira fase de expansão foi consolidada recentemente, passando a capacidade de 500 para 680 mil toneladas por ano de processamento de eteno. A segunda fase de expansão, com a

duplicação da planta, ainda está em planejamento e até o momento esbarra em dificuldades de fornecimento de nafta e restrições ambientais.

4) Evolução do nível de concentração

O resultado da privatização brasileira foi um aumento da concentração horizontal, fortaleceram-se os grupos nacionais, como refletem as posições assumidas pelos grupos Odebrecht e Ipiranga no caso dos termoplásticos e da Petroflex no caso da produção de elastômeros. Embora os grupos nacionais e estrangeiros tenham aumentado sua participação relativa no setor, excetuando o grupo Conepar, a privatização não conduziu à formação de posições dominantes devido à venda fragmentada das participações acionárias da Petroquisa.

A privatização e as modificações na estrutura patrimonial das empresas líderes nacionais resultaram numa maior concentração de produtos ou linhas de produção por grupo nacional. Por exemplo, o Grupo Odebrecht em resinas termoplásticas, ou o grupo Ultra na linha de derivados de óxido de eteno e o grupo Mariani na cadeia dos aromáticos. Observamos também processos de fusão, como no caso da Petroflex com a Coperbo, formando um grupo único para matérias primas e produtos finais no campo dos elastômeros sintéticos (SBR e SSBR).

No período pós-privatização o grupo Odebrecht concentrava 47% do total do faturamento bruto da petroquímica brasileira seguido pelo grupo econômico Conepar com 14% e pelos grupos Ultra e Suzano, cada um com 12% deste total (SCHUTTE, 2003). No caso da petroquímica, é visto pela maioria dos analistas não só como irreversível, mas também como positivo. Esse processo tem permitido reduzir o hiato de porte entre as empresas brasileiras do setor e as líderes internacionais, o que é particularmente importante numa atividade em que as economias de escala não ocorrem apenas no nível da planta.

Os quadros 3.5, 3.6 e 3.7 evidenciam o processo de reorganização patrimonial e perspectivas de investimentos no período em torno das privatizações, de 1990 a 1996, segundo pólos

Quadro 3.5
Atuação de Grupos Empresariais na Petroquímica – Pólo de Triunfo (1990-96)

Grupo	Produtos petroquímicos	Resultados da privatização	Investimentos Planejados
<p>Odebrecht Maior grupo atuante na petroquímica brasileira. Atua predominantemente sozinho ou associado ao capital nacional. Tem como objetivo ser um global player. Em 1996: Produção 1,2 milhões ton termoplásticos Faturamento de US\$4,7 bilhões e Patrimônio líquido em torno de US\$ 2 bilhões.</p>	<p>- Responsável pela gestão: plásticos clorados e termoplásticos (toda a linha exceto estireno). - Gestão compartilhada com Ipiranga: alfa-oleofinas e aromáticos .</p>	<p>- Criou a OPP resultado da fusão das firmas privatizadas PPH e Poliolefinas. OPP resulta em fusões horizontais e verticais. - Fundiu CPC, CQR e Salgema, verticalizando a área de clorados. Empresa resultante, trikem é a maior da América Latina.</p>	<p>- Investimentos de US\$1 bilhão nos últimos três anos: compra de participações acionárias pós-privatização e desgargalamento da OPP e Trikem. - Investimentos em nova planta de DMT e PET com grupo Mariani (<i>joint-venture</i> Proppet) - Prepara a criação da CPP: investimentos no Pólo de Paulínea, em associação com a Petrobrás (30% Itaú e Ultra).</p>
<p>Ipiranga Atua primordialmente através de associações (Hoest e Shell). Tem refinaria de petróleo Em 1996: Faturamento: US\$ 4,6 bilhões Patrimônio líquido: US\$ 2,3 bilhões</p>	<p>- Gestão compartilhada em resinas termoplásticas HDPE, LDPE, Prolipropileno (PP) - Gestão compartilhada na Copesul e na Polipropileno San Julio (Chile).</p>	<p>- Aumentou levemente sua participação na empresa resultante da fusão entre Braspol e Polibrasil (divide controle com Shell e Suzano).</p>	<p>- Produção de PP no Chile (San Julio e Enap) - Através da Copesul (da qual detém 27,5% do capital, junto com a Odebrecht visa ampliar atuação no Cone Sul produzindo estireno e poliestireno (com Pérez Compac).</p>

Fonte: Pinho e Silveira 1998a:46

Quadro 3.6
Atuação de Grupos Empresariais na Petroquímica – Pólo de São Paulo (1990-96)

Grupo	Produtos petroquímicos	Resultados da privatização	Investimentos Planejados
<p>Unipar Controlado pela <i>holding</i> Vila Velha (Odebrecht tem apenas participação acionária de 38,7%).</p>	<p>- Gerencia a PQU, central petroquímica de São Paulo, e firmas produtoras de intermediários para fibras e detergente. - Participação acionária na Copene e em produtoras de polímeros: PEBD e PELBD</p>	<p>- Passou a controlar a PQU e a Deten (linear alquil benzenos e detergentes) - privatização favoreceu acordo de separação de ativos com a Odebrecht e a não participação deste no pólo Rio.</p>	<p>- Pólo Rio (ver Mariani): Investimento de US\$ 719 milhões juntamente com a Petrobrás (30%). - Investimentos na Rio Polímeros, com Ultra e Mariani - modernização da PQU</p>
<p>Ultra Grupo especializado no setor e atividades conexas</p>	<p>- Gerencia a Oxitenio, produtora de etileno glicóis -Participação na FCC (com a AKZO)</p>	<p>- Passou a controlar e gerir a Oxitenio - Aumentou sua participação na Norquisa</p>	<p>- Participação no Pólo de Paulínia. - Expansão para áreas próximas (Venezuela) - Pólo Rio</p>

Fonte: Pinho e Silveira 1998a:47

Quadro 3.7
Atuação de Grupos Empresariais na Petroquímica – Pólo de Região Nordeste (1990-96)

Grupo	Produtos petroquímicos	Resultados da privatização	Investimentos Planejados
Econômico Grupo bancário liquidado pelo Banco Central. Ativos da <i>holding</i> Conepar são responsáveis por um faturamento de US\$ 600 milhões na petroquímica	- Resinas: PEAD, PEBD, PELBD, acrílicos, - Álcoois e plastificantes	- Conepar passou a ser a principal acionista das empresas Polialden e Ciquine - Divide controle acionário da Politeno com o grupo Suzano - Participação na Norquisa	- Dependem da venda do grupo: Odebrecht e Dow interessados. Sócios estrangeiros do “Grujapão” com pequeno interesse.
Mariani Grupo de Médio porte, com atuação regional	- Gestão da Pronor, produtora de intermediários para fibras e PET e de resinas PET	- Gerência: consolidou posição na Pronor e Nitrocarbono - Aumentou participação na Norquisa.	- Pólo Rio (resinas a partir de gás natural) - Participação com Odebrecht em resinas PET
Suzano-Feffer Grupo de grande porte em papel e celulose. Faturamento em 1996 de US\$1,2 bilhão e patrimônio líquido de US\$ 1,6 bilhão	- Atua associado à Shell e à Ipiranga na produção de resinas.	- Privatização facilitou a fusão entre Braspol e Polibrasil.	- Pólo Rio.

Fonte: Pinho e Silveira 1998a:47

3.2.3 – Eventos Exógenos Identificados para a Petroquímica

Em 1993, o setor petroquímico nacional começou a dar sinais de recuperação e, a partir de 1994, iniciou-se uma nova etapa favorável, com o **reaquecimento da economia** depois do Plano Real e a **recuperação dos mercados internacionais** (MONTENEGRO, 2002). A indústria química e, em particular, a petroquímica são atividades econômicas dinâmicas dotadas de elevada elasticidade-renda, isto é, quando cresce a produção e o produto, essas atividades crescem mais que proporcionalmente. A Associação Brasileira da Indústria Química (ABIQUIM) calcula que a elasticidade-renda do consumo de produtos petroquímicos é superior a 2,0.

Diferentemente do que ocorreu nos setores siderúrgicos e de material aeronáutico, na petroquímica não houve programas de saneamento financeiro precedentes à privatização. (ver CARVALHO, 2001:75).

O fim do controle de preços pelo CIP, acompanhado pela posterior **evolução do preço da borracha no mercado internacional** é outro fator exógeno à mudança de gestão que impactou a rentabilidade da empresa Petroflex. De 1992 a 1995 houve um aumento de 50% no preço internacional da eSBR.

O **fim do controle de preços da nafta** também parece ter afetado as empresas petroquímicas, de maneira negativa. Desde então, o preço do nafta - principal insumo para o setor – sustentou-se em valores demasiadamente altos. A política de preços do nafta estabelecida acrescia 50% de margem ao preço do barril de petróleo tipo Brent, o mais caro do mercado internacional. Na época, o governo desconsiderou a proposta da ABIQUIM, que era igualar o preço do barril de nafta ao preço médio do barril equivalente do petróleo importado, acrescido de 10%, para cobrir custos operacionais e margem de contribuição. Esse percentual deveria ser eliminado quando a utilização de matéria-prima fosse destinada a produtos a serem exportados.

Coutinho e Ferraz (1993) argumentam que apesar desta política ter tido o mérito de fixar uma regra, ela desconsidera alguns aspectos: 1) considerando a sensibilidade da estrutura de custos na petroquímica brasileira às variações do preço da nafta, esse nível de preços não viabiliza a obtenção de margens no setor; e, 2) o menor custo de produção de eteno a partir do gás natural, proporciona vantagens competitivas às exportações de países que o utilizam, particularmente em épocas de super oferta. Com a liberalização, países com grande disponibilidade de gás natural e menores despesas com fretes passaram a ser fortes competidores no mercado brasileiro, 3) o estabelecimento deste critério desconsidera o fato que apenas 50% do petróleo processado pela PETROBRÁS no início da década de noventa era importado, sendo que praticamente não há importação de petróleo tipo *Brent*. No período de 1991 a 1996 o preço do nafta aumentou cerca de 25%.

3.3 - Embraer

Pode-se dizer que a implantação da indústria brasileira de aeronáutica esteve alicerçada em um planejamento estratégico de diretrizes muito sólidas. Com efeito, a criação do Centro Tecnológico da Aeronáutica (CTA) e do Instituto Tecnológico da Aeronáutica (ITA) foram fundamentais para o surgimento e o posterior sucesso da Embraer – Empresa Brasileira de Aeronáutica. A criação da Embraer foi, por sua vez, fato crucial para o sucesso desta

indústria, uma vez que permitiu a centralização das informações e do conhecimento técnicos, produtivos e comerciais, possibilitando o desdobramento de uma trajetória que resultou em competitividade em nível mundial. A sincronia e consistência das políticas governamentais fiscal, industrial e tecnológica direcionadas ao setor, associada à bem-sucedida infraestrutura tecnológica criada na região de São José dos Campos fazem do surgimento da Embraer um evento bem orientado pela iniciativa estatal.

A indústria aeronáutica atende a dois mercados, civil e militar, com dinâmicas competitivas bastante diferenciadas. Para aeronaves militares, à semelhança do que ocorre para os demais segmentos da indústria armamentista, é o desempenho do produto que orienta as decisões de aquisição, sendo a capacidade de inovação fortemente influenciada por fatores externos à empresa. Ao contrário do que se verifica no mercado civil, onde as decisões de compra são tomadas por consumidores descentralizados, o Estado é, no mercado militar, o único comprador. A motivação estratégico-militar para a criação e manutenção do setor aeronáutico é fundamental. Soma-se a esta motivação, como argumento para justificar o suporte estatal deste tipo de atividade o fato de a indústria aeronáutica dispor empregos de alta qualificação, embora em pequeno número e a intensidade tecnológica desta atividade. Estes terminam atuando no sentido da existência generalizada de subsídios do setor aeronáutico em boa parte do mundo. (COUTINHO e FERRAZ, 1993).

A Embraer foi fundada em janeiro de 1970 como sociedade de economia mista de capital aberto, controlada pela União e vinculada ao Ministério da Aeronáutica. O apoio estatal favoreceu que a empresa alcançasse uma trajetória de autonomia e capacitação tecnológica de sucesso, baseada no aprendizado seletivo de tecnologias-chave para a sua estratégia de manufatura e conquistasse nichos do mercado doméstico e mundial de aeronaves de médio porte. A Embraer conquistou parte importante do mercado de transporte aéreo regional internacional com a linha do EMB-110 Bandeirante (19 passageiros) e, posteriormente, o EMB-120 Brasília (para 30 passageiros). Estes dois aviões garantiram à empresa, no passado, a liderança de vendas na categoria turbo-hélices para os Estados Unidos, o maior mercado de aviões no mundo.

No final da década de 80 e meados dos anos 90, a instabilidade política e a recessão da economia brasileira afetaram a empresa, não só diretamente, por meio da redução da participação do estado enquanto agente fomentador da atividade, mas também pela crise por

que passaram seus fornecedores locais com a desativação de plantas industriais e empresas prestadoras de serviço para o segmento aeroespacial.

As raízes desta crise tiveram origem no fim dos anos setenta. Até este momento, o Estado era a principal fonte de recursos para pesquisa e desenvolvimento tecnológico, sendo responsável por cerca de 80% dos dispêndios nessa área. Com o desequilíbrio fiscal e financeiro e deterioração do quadro macroeconômico nacional, presenciou-se uma paulatina redução dos orçamentos destinados à P&D e um progressivo enfraquecimento da infraestrutura para o desenvolvimento da pesquisa científica e tecnológica montada nos anos 70, repercutindo também no corte de verbas destinadas à compras governamentais no setor aeronáutico, espacial e de defesa (BERNARDES, 2000a)

Simultaneamente, ocorreram interrupções na aplicação de mecanismos de apoio para políticas industriais e eliminação dos esquemas de financiamento que suportavam as vendas de produtos aeronáuticos, implicando a redução substancial da participação brasileira em nichos no mercado mundial. Segundo Bernardes (2000b), o próprio processo de democratização do país implicou a saída dos militares dos centros de decisão. Esta categoria constituía um poderoso grupo de pressão em defesa dos interesses da Embraer. No contexto internacional, a recessão no mercado de aviação regional, o fim da Guerra Fria e dos conflitos na África repercutiram de forma contundente no comportamento destes segmentos de mercado. No plano microeconômico, o desequilíbrio financeiro da empresa também foi motivado por mau gerenciamento em algumas áreas, citadas por Bernardes, (2000b):

- a) grandes projetos sem estrutura interna adequada de financiamento. Naquele momento, poucas instituições financeiras privadas concediam crédito de longo prazo e, quando concediam, exigiam juros muito elevados. A Embraer, como era uma empresa estatal, tinha que submeter os financiamentos a aprovação do Congresso Nacional. Este processo era longo, incerto e, muitas vezes, a autorização de captação de recursos não era aprovada. Dessa forma, recorria aos empréstimos de curto prazo concedidos pelas agências e bancos governamentais ou estrangeiros;
- b) desenvolvimento de projetos sem verificação prévia das condições do mercado e das necessidades de clientes potenciais;
- c) ausência de uma consciência de custos na gestão empresarial e uma visão negocial;

- d) falta de competitividade nos mercados interno e externo no que tange à oferta de financiamento aos clientes;
- e) perda de competitividade no mercado interno devida à carga de impostos;
- f) redução do apoio financeiro governamental, enquanto acionista, prestador, avalista e regulador de crédito a empresa estatais;

A crise instaurada na Embraer culminou na privatização da empresa. Contudo, assim como aconteceu com a venda de outras estatais, o leilão de uma empresa como a Embraer não foi ponto pacífico, de modo que sua venda foi adiada por seis vezes em virtudes de interrupções provocadas por manifestações e questionamentos dos sindicatos locais.

3.3.1 – O Processo de Privatização

O leilão de privatização da Embraer ocorreu em 7 de dezembro de 1994. Foram ofertadas 6,2 milhões de ações ou 55,4% do capital votante, ao valor mínimo de R\$ 153,7 milhões. O preço mínimo do lote de mil ações foi definido em R\$ 48,32, o que significou um deságio de 20% em relação ao valor patrimonial do lote de mil ações (R\$ 60,00).

O edital de privatização exigiu que os novos acionistas capitalizassem a empresa no curto prazo, numa proporção de cerca de 170 ações para cada lote de mil. A empresa foi arrematada por R\$ 154,1 milhões e foi paga integralmente em títulos da dívida de estatais.

A atratividade da empresa favoreceu uma maior participação de capital financeiro (nacional e estrangeiro) e fundos de pensão. O principal investidor individual foi o banco de investimentos Wasserstein Perella, que passou a controlar 19% das ações ordinárias da EMBRAER, investindo cerca de R\$ 58 milhões na aquisição. O consórcio liderado pelo grupo Bozano, Simonsen adquiriu 40% das ações com direito a voto da empresa. Entre os principais investidores do consórcio estavam: Bozano, Simonsen Limited (13,65%), o Sistel (10,42%), a Previ (10,40%), a Bozano Leasing (3,63%) e a Fundação Cesp (1,9%). Considerando os 10% reservados aos funcionários da empresa, a EMBRAER foi privatizada por R\$ 265 milhões.

Na privatização estavam incluídas também a EMBRAER Aircraft Corporation, a EMBRAER Aviation International e a Neiva, fabricante de aviões leves. Na privatização foi

criada uma classe especial de ações, as *Golden Share*, conferindo à União o direito de veto em matérias relativas à atuação da EMBRAER em programas militares, mudança do objeto social e transferência do controle acionário. (BERNARDES, 2000a).

A nova administração centrou sua estratégia em quatro vetores básicos: 1) formalização de um compromisso com uma administração de resultados através de uma estratégia de reestruturação financeira, patrimonial, organizacional e produtiva; 2) reconstrução das relações com os clientes e fornecedores através de uma política focalização dos esforços da empresa para à satisfação ao cliente; 3) plano de ação com a identificação da missão da empresa e nova estratégia de mercado; 4) prioridade para a viabilização do programa ERJ-145.

Neste contexto, a Embraer conseguiu reverter um cenário adverso de provável falência, marcado por uma situação econômica e financeira muito precária, para um quadro francamente favorável, com o sucesso de vendas dos modelos ERJ-145 (50 lugares) e ERJ - 135 (35 lugares). Já em 1998, líder mundial de jatos regionais (CHAGAS Jr, 2005, GOLDSTEIN, 2000).

Em 1999, como estratégia de acesso a novas tecnologias, novos produtos e mercados, foram vendidos 20% das ações ordinárias da Embraer ao consórcio francês liderado pelas empresas Aérospatiale Matra (5,67%), Dassault Aviation (5,67%), Thomson-CSF (5,67%) e Snecma (2,99%), permanecendo o controle acionário dividido entre o grupo Bozano, Simonsen (20%) e os fundos de pensão Previ (20%) e Sistel (20%), o governo brasileiro (3,2%) e outras companhias (16,7%).

3.3.2 – Principais Mudanças Ocorridas no Período Pós-privatização

1) Racionalização da mão-de-obra

O processo de privatização da empresa implicou um movimento de reestruturação organizacional que acabou por atingir os quadros de recursos humanos mais qualificados. (GOLDSTEIN, 2000). Entre 1990 e 1996, a Embraer foi responsável pela demissão de mais de 8.000 funcionários. É importante ressaltar que este processo de enxugamento do quadro de pessoal e reestruturação administrativa teve início no período que antecedeu a

privatização, de maneira que o Estado entregou para a iniciativa privada uma empresa relativamente preparada para dar prosseguimento aos ajustes posteriores.

Em relação às estratégias de exteriorização da mão-de-obra, foram terceirizados os serviços de limpeza, segurança, uma parte de informática, de alimentação, o centro de treinamento de pilotos, o treinamento de funcionários, os transportes e alguns serviços associados ao *design*. A terceirização dessas atividades indiretas proporcionou uma economia de aproximadamente US\$ 80 milhões por ano. Enquanto a quantidade total de funcionários era de pouco mais de 13.000 em 1990, em 1997, três anos após a privatização, este número não chegava a 4.000.

2) *Melhoria na gestão de produção*

Segundo Bernardes (2000b), do ponto de vista operacional, foram implantadas algumas técnicas de melhoria, como cultura de time de inovação, que são times específicos para tratar de melhorias como “*trade studies*” e “*liaison engineering*”, ferramentas de simulação, sistemas *on-line* de gerenciamento da produção através de códigos de barras. Foram implantadas também modalidades de flexibilidade funcional do trabalho por meio de inovações na gestão operacional dos processos de produção com a adoção de técnicas como o “*trade studies*”, que consiste em grupos interdisciplinares de melhoria contínua de produtividade e qualidade. Outra técnica que contribuiu para melhoria dos processos de trabalho e de produção foi a adoção do sistema “*liaison engineering*”, um sistema de interligação entre as diversas áreas da empresa e também dá suporte ao produto na fase de sua montagem ou fabricação. A adoção desta metodologia foi responsável por uma redução de 50% do ciclo de trabalho na fase de produção das aeronaves EMB 120 e ERJ-145. Na área operacional, os ganhos de eficiência resultaram na redução dos prazos de fabricação do Brasília, que passaram de 14 meses para 8 meses, posteriormente, reduzido para 6 meses.

Os resultados do processo de reestruturação da empresa podem ser apreciados pelos ganhos de produtividade – medida pela relação receita/pessoal ocupado - que passaram de US\$ 42 mil por funcionário em 1994 para US\$ 98 mil em 1996, US\$ 227 mil em 1998 e US\$ 252 mil em 1999. Este número situava-se apenas 19% abaixo da média mundial do setor, cerca de US\$ 300 mil por funcionário. (BERNARDES, 2000a), conforme se vê na tabela 3.7 a seguir.

Tabela 3.7
Indicadores de Produção

Indicador	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Ciclo de produção (meses)							
EMB-120-Brasília	-	14	12	8	6	6	5,5
ERJ-145	-	-	-	8	7	5,5	5,5
Cadência de produção (nº de aeronaves) / mês	-	-	-	5,9	4,5	3,6	11
Produtividade (receita/pessoal ocupado) US\$ mil	41	42	82	98	166	227	252
Índice de Sucata/retrabalho (%)	-	-	-	2,4	1,2	1,0	0,9
Taxa de gravidade (dias perdidos/milhão de hs trabalhadas)	-	-	132	191	77	72	-
Taxa de frequência (por 1 milhão de horas trabalhadas)	4,5	5,9	7,1	5,9	4,5	3,8	-

Fonte: Bernardes (2000a)

Quanto à gestão tecnológica da empresa, Bernardes, (2000a e 2000b) argumenta que antes da privatização a Embraer não dispunha de um órgão ou departamento dedicado ao monitoramento de tecnologias críticas para a empresa. Tal atividade estava internalizada na estratégia de formação de recursos humanos da empresa e nas próprias atividades dos departamentos técnicos em constante revisão da literatura especializada, estabelecimento de parcerias e contato constante com fornecedores internacionais. No período que se seguiu a privatização, a empresa demonstrou maior empenho em melhorar seus processos tecnológicos, índices de qualidade e aplicação de novas tecnologias. Primeiramente foi instituída uma estratégia de apropriação tecnológica fundada na intensificação da avaliação do ambiente externo através do “*benchmarking*”. Posteriormente o programa foi incorporado à estratégia competitiva permanente da empresa, que pesquisa novas tecnologias no mercado *in loco* e nos principais fabricantes aeronáuticos mundiais. Por este método, foram adotadas tecnologias de desempenho automático de chapas, rebiteagem automática, identificação de peças por código de barras, automação da fábrica de cablagens, entre outras. Segundo Bernardes (2000b) o programa foi extinto, uma vez que, em 1999, os objetivos de atualização tecnológica foram alcançados com êxito e a percepção da área de engenharia considerava-o plenamente incorporado à estratégia e a rotina produtiva da Embraer.

3) Retomada do investimento produtivo

A empresa investiu, em 1996, cerca de US\$ 8 milhões em melhorias de processos das linhas de fabricação, visando o aumento de produtividade. Para 1997, foram efetivados investimentos da ordem de US\$ 25 milhões, destinados à modernização de equipamentos e de máquinas, *layout* e sistemas de informação, controle e programação da produção.

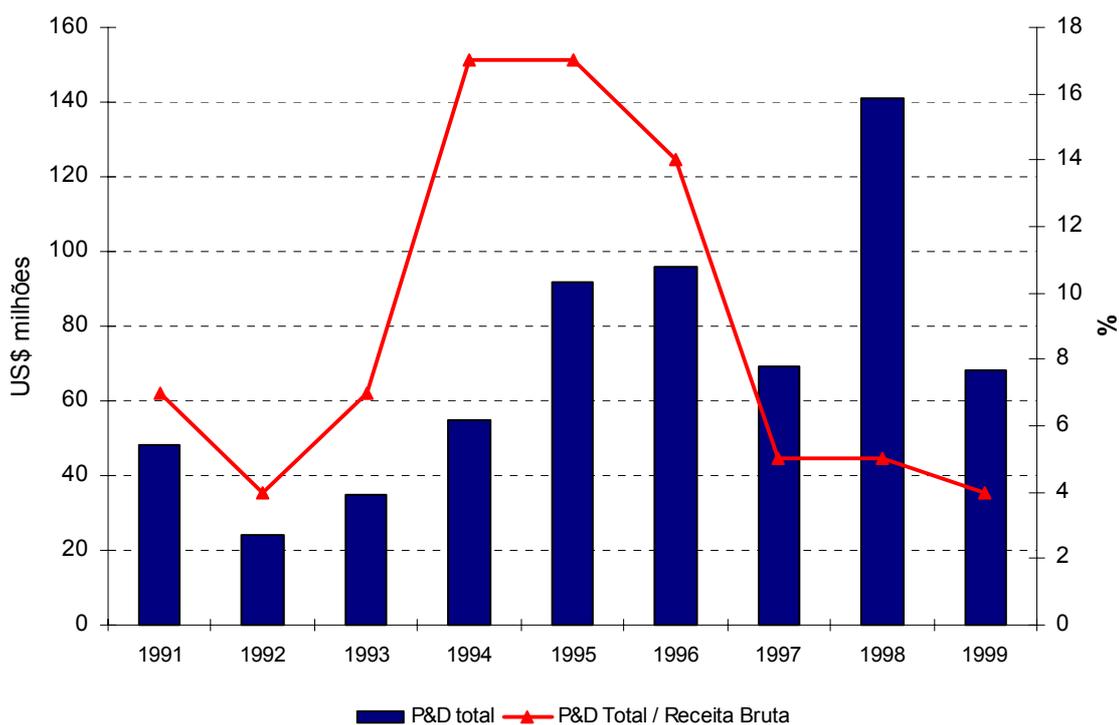
Uma mudança importante foi a prioridade dada à estratégia tecnológica, percebida pelos gastos em P&D da empresa. De acordo com a tabela 3.8, ao longo da década de 90, estes gastos aumentaram.

Tabela 3.8
Indicadores de Investimento em P&D da Embraer

	em US\$ milhões correntes									
Investimentos	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	
P&D Total / Receita Bruta	7	4	7	17	17	14	5	5	4	
P&D total	48	24	35	55	92	96	69	141	68	
P&D civil					69	84	44	56	20	
P&D militar					23	12	25	85	48	
Equip. Informática	0,5	0,2	1,1	1	1,5	3,2	5	14	6	

Fonte: Bernardes (2000b:32)

Gráfico 3.1: Indicadores de Investimento em P&D da Embraer (1991 a 1999)



Fonte: Elaboração própria. Dados de Bernardes (2000b:32)

3.3.3 – Eventos Exógenos Identificados para a Embraer

A análise para identificação de eventos exógenos que influenciaram o aumento de rentabilidade da Embraer é substancialmente diferente daquela feita para os dois setores anteriores. Não é necessário estender esta argumentação, uma vez que são claras as grandes diferenças entre as estruturas competitivas em mercados de *commodities*, como é o caso siderúrgico e petroquímico e em oligopólios mundiais de alta densidade tecnológica, como é o caso da indústria aeronáutica.

Evento comum à siderurgia que também provocou melhora nos indicadores da Embraer foi o **saneamento financeiro precedente à privatização**. O governo federal realizou uma operação de capitalização injetando recursos da ordem de R\$ 350 milhões, sendo R\$ 202 milhões relativos a uma parte da dívida com o Banco do Brasil, R\$ 68 milhões de uma dívida com debenturistas e R\$ 125 milhões de um débito com a empresa canadense EDC. Mais R\$ 23 milhões em debêntures foram convertidos em ações. O governo assumiu também cerca de US\$ 700 milhões da dívida externa da empresa, reduzindo para algo da ordem de US\$ 350 milhões. Além disso, dois meses antes do leilão de venda o Banco do Brasil fez um empréstimo para a Embraer no valor de R\$ 30 milhões, utilizados para manter a empresa em funcionamento. (MENDONÇA, 1997:14).

Analisando os indicadores de desempenho da Embraer, na tabela 3.9, o que se percebe claramente é que a melhor performance da empresa no período pós-privatização se relaciona primordialmente com o aumento das vendas e, logo, de receitas.

Tabela 3.9
Indicadores de Desempenho Econômico-financeiro da Embraer

Indicador	em US\$ milhões correntes									
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
<i>Receita bruta</i>	582	402	333	261	177	295	380	833	1.581	
Vendas - Mercado externo (%)	37	32	32	38	40	39	35	84	89	
Vendas - Mercado interno (%)	63	68	68	62	60	61	65	16	11	
Ativo total	1.092	1.435	1.227	1.125	1.067	1.107	1.221	1.424	-	
Patrimônio Líquido	126	324	86	156	281	188	281	-	-	
Prejuízo	(265)	(241)	(258)	(116)	(310)	(253)	(123)	(33)	86,7	
<i>Endividamento</i>										
Geral (%)	88,3	77,2	93,6	86,2	73,6	82,2	71,2	45,8	51,5	
Geral	620	804	877	758	410	470	535	382	815	
Curto prazo	502	241	309	394	221	226	214	-	-	
Longo prazo	118	563	568	394	189	244	321	131	150	

Fonte: Bernardes, 2000:264

Este aumento de vendas da Embraer em sua gestão privada é uma questão que exige cautela para sua identificação enquanto causas exógenas ou endógenas à gestão privada. Primeiramente, identificamos que o programa ERJ 145 havia sido projetado em 1989, enquanto a empresa era ainda uma estatal. Contudo, sua viabilização só foi possível pela solução das parcerias de risco⁴¹ e pela agilidade e flexibilidade empresarial demonstrada após a privatização da empresa. Certamente, se a empresa não desfrutasse de uma posição estratégica no mercado, com sólida base tecnológica, as possibilidades de celebrar alianças não seriam tão promissoras. Se de um lado, o programa teve origens durante a gestão estatal, de outro, há motivos para supor que a não realização destas parcerias talvez atrasasse a conclusão do projeto, ou até mesmo o inviabilizaria⁴². Neste sentido a gestão estatal, comparativamente com a gestão privada, seria mais ineficiente para dar continuidade ao investimento. Também não há razões para supor que estas alianças pudessem ser estabelecidas quando a empresa estava sob controle estatal. Estas alianças estratégicas não eram vistas positivamente sob esta ótica de gestão, com forte ênfase estratégico-militar, devido ao risco de exposição de segredos industriais. Assim, concluímos que o desenvolvimento do projeto ERJ-145 e o crescimento das vendas apresentaram mais características de evento diretamente vinculado à mudança de controle do que de evento exógeno.

O sucesso do projeto ERJ-145 dependeu também de financiamento. Em 1996, a perda da concorrência para o fornecimento de 150 aviões a empresas americanas de transporte regional deveu-se a uma causa: a Embraer não apresentava condições de financiamento e juros competitivos. Segundo Bernardes (2000a:326):

“O episódio foi grande lição para a empresa e certamente para o governo brasileiro e seus formuladores de políticas. Ficou claro que não basta ter o melhor produto, preço e tecnologia, acreditando que conseguirá vendê-lo no mercado mundial, se a empresa não tiver como financiá-lo em condições de igualdade com as concorrentes”.

⁴¹ O programa ERJ-145, formado pela parceria entre quatro empresas - Gamesa (Espanha), ENAer (Chile), SONACA (Bélgica) e C&D Interiors (EUA) teve como diretriz o compromisso de que cada participante desenvolveria uma parte do produto, estando empenhado em assegurar o sucesso comercial do produto e agregar mercado, pois iriam recolher os lucros conjunta e proporcionalmente (BERNARDES, 2000b).

⁴² O principal obstáculo a sua viabilização era o fato de a Embraer não dispor de acesso a linhas de financiamento, atolada em dívidas e desorganizada internamente. O custo estimado para o desenvolvimento deste programa era de US\$ 300 milhões.

Este episódio representa uma questão importante quanto às condições de venda. De um lado, os financiamentos aos quais a empresa recorreu, PROEX e FINAMEX, não teriam sido acessados por ela, caso continuasse estatal, ou seja, é algo endógeno à gestão, ao menos na institucionalidade vigente no Brasil. De outro lado, a inexistência destes financiamentos no período pré-privatização, ou seja, a definição pelo BNDES destas modalidades de apoio financeiro à exportação de bens de capital apenas no período pós-privatização é, claramente, um evento exógeno à gestão. Sem ele, certamente os resultados da empresa alcançados durante a gestão privada seriam diferentes.

Desta forma, o **início da aplicação dos programas de financiamento à exportação PROEX e FINAMEX à exportação de aeronaves** é o segundo evento exógeno a gestão privada encontrado para a Embraer. Embora o Proex/Banco do Brasil tenha sido criado em 1991, o financiamento à exportação somente foi regulamentado⁴³ ao final de 1995 pelo Banco Central e pelo Ministério de Ciência e Tecnologia (MICT). Em sua fase inicial, o programa apresentou muitas dificuldades de operacionalização. Somente depois de 1996 o mecanismo começa a ser utilizado de forma mais abrangente. Desde que foi criado, em 1991, o Proex liberou, a título de financiamento, US\$ 538,3 milhões. Deste total, a Embraer recebeu 7,8% dos recursos.

Já o Finamex, do BNDES é constituído de operações indiretas (por meio de agentes) visando o financiamento das exportações de máquinas e equipamentos. Os resultados do programa nos cinco primeiros anos de operação foram muito tímidos para o volume das exportações brasileiras de máquinas e equipamentos. Enquanto as exportações dos bens passíveis de financiamento pelo programa foram estimadas em US\$ 6,3 bilhões em 1996, o volume de operações financiadas representou apenas cerca de 6% deste total. Esses resultados levaram o governo, por intermédio do BNDES, a buscar novas alternativas de financiamento às

⁴³ O Comitê de Crédito às Exportações (CCEX), organismo composto de diversos setores governamentais, que decide sobre a concessão de financiamento no Proex encaminhados pelo Banco do Brasil. As condições de apoio prevêem juros equivalentes à Libor fixa do prazo de financiamento ou variável conforme o período de amortização, com prazos entre 18 e 120 meses, dependendo do bem a ser financiado. O financiamento cobre 85% do valor da mercadoria para bens com índice de nacionalização de no mínimo 60%, reduzindo-se a participação relativa do financiamento proporcionalmente à redução do índice de nacionalização. O mecanismo de equalização é calculado sobre o saldo devedor do principal e os valores apurados são pagos à instituição financiadora em títulos públicos federais nominativos e inalienáveis, resgatáveis no vencimento da amortização e dos juros (trimestral ou semestralmente). As taxas de equalização são definidas por prazo e cada bem tem seu prazo de equalização determinado na Portaria nº 368 do MICT (5/12/95).

exportações. Um conjunto de medidas⁴⁴ lançado em novembro de 1996 ampliou o leque de atuação do BNDES. A partir destas alterações, que possibilitaram o acesso da Embraer a estes recursos, o financiamento, sem dúvida, tem sido um dos fatores determinantes para o sucesso dos negócios da Embraer, cobrindo até 100% do valor da operação, a juros internacionais e num prazo de até 15 anos. O empréstimo de US\$ 1 bilhão, concedido pelo BNDES, para a exportação de 40 aeronaves ERJ-145, foi o maior já aprovado em toda a história do Banco.

Considerações Finais

As mudanças ocorridas na estrutura industrial dos setores analisados são expressivas, principalmente aquelas relativas ao aumento de eficiência interna das antigas estatais. Há razões para supor que as alterações em eficiência produtiva estiveram fortemente relacionadas à mudança de gestão, o que corrobora as expectativas descritas no capítulo 1 relacionando eficiência interna e propriedade.

Quanto ao aumento de rentabilidade das empresas analisadas as conclusões devem ser muito mais cuidadosas. A este respeito, acreditamos que as alterações no ambiente macroeconômico como um todo, podem ter sido, em alguns casos mais impactantes nos resultados econômico-financeiros das antigas estatais do que especificamente a propriedade privada. Este argumento se sustenta na verificação de que o aumento de rentabilidade não foi uma tendência apenas de ex-estatais.

Neste sentido, cabe uma diferenciação importante. No caso siderúrgico, as mudanças ocorridas no período pós-privatização, comuns a praticamente todas as empresas do setor, se reverteram em expressivas melhoras nos indicadores das ex-estatais. Resultados tão expressivos foram alcançados porque, juntamente com a melhora da gestão, ocorreram alguns eventos exógenos às empresas, como a liberação de preços e recuperação do mercado, dentre outras já discutidas.

⁴⁴ As principais alterações realizadas foram: a) incluiu bens de consumo duráveis na lista de bens passíveis de financiamento, b) liberalizou as regras de concessão de capital de giro para empresas exportadoras, c) reduziu o nível dos encargos do BNDES (para 1% a.a.), d) elevou o nível de participação do BNDES no financiamento total (chegando até 100%), e) ampliou o escopo de garantias aceitas e, e) instituiu uma linha especial de financiamento à exportação de bens de capital sob encomenda, pacotes de serviços de engenharia e de plantas *turn-key* (prontas para operar), com prazos de até 12 anos.

Já no caso petroquímico, uma melhor performance de indicadores não se efetivou com a mesma expressão. Fica claro, portanto, por que a desestatização no setor petroquímico não é usada como exemplo do sucesso das privatizações.

Para a Embraer, há sólidas evidências de que a gestão privada produziu efeitos significativos na melhora da gestão de produção, principalmente no que se refere à gestão tecnológica e à focalização no mercado consumidor. Não obstante, um olhar mais detido à trajetória desta empresa deixa evidente que os esforços empregados em melhoria de produtos e processos não seriam revertidos em rentabilidade na inexistência de mecanismos adequados de financiamento das vendas. Mais do que manter a empresa com produtos, processos e gestão capazes de concorrer em oligopólio, era necessário contar com instrumentos de financiamento que se equiparassem aos oferecidos por seus concorrentes diretos. Desta maneira, mesmo reconhecendo as expressivas alterações ocasionadas pela alteração da propriedade, consideramos que o sucesso destas medidas se deveu, em boa medida, aos modelos de financiamento concedidos pelo Banco do Brasil e BNDES, o que, certamente é exógeno à mudança de propriedade da empresa.

Não cabe aqui traçar cenários ou conjecturas discutindo quais seriam as trajetórias alcançadas pelas empresas estudadas caso permanecessem estatais. O fato é que o estudo demonstra que o comportamento das antigas estatais destoava menos do que usualmente se supõe do comportamento das empresas tradicionalmente privadas.

Resgatando um pouco do debate do capítulo 1, reconhecemos que os problemas de gerenciamento nas estatais, que em parte se devem à própria lógica de funcionamento burocrático da máquina pública, e como já mencionado, à utilização destas enquanto instrumentos de política econômica, são capazes de impactar negativamente a lucratividade destas empresas pela existência do problema da agência. Contudo, acrescentamos que outros fatores exógenos à empresa e de difícil mensuração não podem ser descartados na análise das trajetórias alcançadas por estas empresas, refletidas nos indicadores econômicos e financeiros. Assim, a crise instaurada nos anos oitenta e meados dos noventa e a recuperação do parque industrial nacional após este período não foi privilégio das estatais, mas afetou em maior ou menor medida, a quase totalidade das empresas instaladas no país, independente de sua propriedade.

Capítulo 4 - Metodologia de Cálculo

Como já exposto anteriormente, a metodologia utilizada nesta dissertação se inspira no método desenvolvido em Pinho e Valle (2000), que teve como foco o setor siderúrgico no período de 1990 a 1994. O objetivo desses autores foi isolar os efeitos de cada um dos eventos identificados e, a partir daí, calcular sua participação na variação do indicador de rentabilidade adotado. Este capítulo pretende resgatar os principais aspectos da metodologia construída por Pinho e Valle (2000), elaborar esquemas de estimação equivalentes para os setores petroquímico e aeronáutico e descrever as expressões matemáticas que serão utilizadas para realização dos cálculos.

Serão considerados como eventos exógenos aqueles definidos no último tópico de cada uma das subseções destinadas ao estudo da dinâmica setorial no capítulo 3. A proximidade dos eventos identificados para petroquímica e Embraer com aqueles relacionados em Pinho e Valle (2000), restritos à siderurgia, possibilita que o método, com as devidas adequações, seja extrapolado aos setores petroquímico e de material aeronáutico.

O capítulo se subdivide em quatro seções. A primeira se destina exclusivamente a expor os principais aspectos da metodologia adotada. Os três tópicos seguintes referem-se ao detalhamento dos cálculos que serão realizados para estimar o valor dos eventos considerados exógenos em cada um dos setores estudados nesta dissertação.

4.1 - Aspectos Gerais da Metodologia

O indicador de rentabilidade adotado no trabalho é a Geração Operacional de Recursos (GOR), discriminada nos Demonstrativos de Origem e Aplicação de Recursos (DOAR). Este demonstrativo permite a identificação clara dos fluxos financeiros que aumentaram ou

reduziram o capital circulante líquido, indicando suas origens e aplicações. A utilização deste indicador minimiza os efeitos das alterações nas regras de elaboração dos demonstrativos contábeis ao longo do período proposto. Mudanças nos procedimentos, como reavaliações do imobilizado e revisões nas formas de aferição de depreciação, conquanto afetam indicadores tradicionais de rentabilidade, como o lucro líquido, não exercem influência na GOR.

O intervalo de análise considerado para cada um dos setores é tão curto quanto possível a fim de favorecer a precisão dos resultados obtidos, evitando a intercorrência de efeitos endógenos e exógenos sobre a acumulação de recursos pelas empresas, que é inevitável ao longo de um período mais extenso. Em outras palavras, ao se adotar um período curto minimizam-se os efeitos dinâmicos que são gerados pela própria melhoria da rentabilidade sobre a acumulação interna de recursos, sem reinvestimento e, por conseguinte sobre a própria rentabilidade. Como estes recursos são provenientes tanto de eventos endógenos quanto de eventos exógenos à mudança de propriedade, não seria razoável atribuir seus efeitos dinâmicos a uma ou outra categoria de eventos. Desta maneira, é definido como período de análise um ano antes da primeira privatização até um ano depois da última ocorrida no setor⁴⁵. No caso da Embraer, será analisado o período de um ano antes da privatização até dois anos depois. O quadro 4.1 abaixo ilustra os períodos de análise definidos para o estudo.⁴⁶

⁴⁵ A definição de um período uniforme para todas as empresas de cada setor atende ao objetivo de obter resultados comparáveis e setorialmente agregáveis e é particularmente necessária em face das freqüentes mudanças nos procedimentos contábeis durante os primeiros anos de inflação aguda da década de 90.

⁴⁶ Cabe a ressalva de que os cálculos serão estendidos para um período maior em cada um dos setores. A justificativa e o detalhamento das razões que motivaram a elaboração destes cálculos serão tratadas no capítulo cinco, na análise dos resultados encontrados.

Quadro 4.1: Datas de Venda das Empresas Seleccionadas para o Estudo e Intervalos de Análise

Empresa / Setor	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Siderúrgicas							
Usiminas							
CSN							
Açominas							
Acesita							
Cosipa							
CST							
Petroquímica							
Copesul							
PQU							
Petroflex							
Material Aeronáutico							
Embraer							

Fonte: Elaboração própria. Dados, BNDES, 2005

Nota: No relatório de atividades do PND de 2005 constam 27 empresas privatizadas no setor petroquímico, entre transferência de controle e participações minoritárias. Para o estudo, de acordo com a definição adotada no capítulo 1, serão consideradas apenas as 3 empresas em que foi transferido o controle acionário

Legenda:

■ Período estudado para o setor ■ Anteriores à privatização ■ Privatização

O índice de preços escolhido para deflacionar os balanços elaborados de acordo com a sistemática da correção integral foi o IGP-DI (centrado), computado com base na média geométrica do número índice do mês e do mês subsequente⁴⁷. Um índice assim construído reflete a posição dos preços ao final de cada mês e não a posição média ao longo do mês. Em períodos de inflação alta e instável, como o analisado, esse ajuste é necessário.

Os tópicos subsequentes têm o propósito de expressar matematicamente os cálculos para quantificação dos eventos exógenos já identificados no capítulo 3. A descrição das fórmulas utilizadas será feita setor a setor, de modo a facilitar o entendimento dos cálculos da influência dos eventos exógenos sobre o indicador adotado de rentabilidade.

⁴⁷ Segundo Pinho e Valle, o melhor seria utilizar o deflator implícito do PIB, pois este índice mais se aproxima de um indicador da relação de trocas entre as empresas privatizadas e o conjunto da sociedade. Contudo, não há informações sobre este indicador que não as variações médias anuais. Como os balanços estão em poder aquisitivo de 31 de dezembro de cada ano, a série disponível é inadequada. A melhor aproximação disponível é o IGP-DI.

4.2 - Siderurgia

As fórmulas matemáticas utilizadas para os cálculos são fundamentalmente reproduzidas de Pinho e Valle (2000). No tocante à siderurgia, o único refinamento importante introduzido nesta dissertação é a ampliação do período de abrangência dos cálculos para a siderurgia o qual será estendido para seis anos, de 1990 a 1995. Mais precisamente, além da análise dos resultados encontrados para este período maior, será feita uma comparação com os resultados encontrados para o período de 1990 a 1994. Este exercício pretende também testar a metodologia proposta, avaliando os efeitos da ampliação no período estudado nos resultados encontrados. Em outras palavras, procurar-se-á avaliar se o a consideração de um período mais longo do que aquele sugerido *a priori* – tão curto quanto possível – causa distorções expressivas nos resultados. O detalhamento deste procedimento será feito no capítulo seguinte, juntamente com a análise dos resultados.

Para facilitar o entendimento das fórmulas, estas estarão expressas para o período-base de análise (definidos no quando 4.1), independentemente das comparações que se pretende fazer posteriormente.

1) Saneamento Financeiro Precedente à Privatização (SFI)

Este indicador será utilizado tanto para o setor siderúrgico, quanto material aeronáutico, os dois setores selecionados que contaram com aporte de capital do Estado imediatamente antes da privatização. Serão consideradas as dívidas transferidas para o antigo controlador, em última instância a União, bem como em uma das variantes do cálculo, a renegociação de débitos fiscais e com outras entidades públicas, o que alonga o perfil da dívida, muda a estrutura de encargos e melhora o resultado dos indicadores de desempenho. O indicador *SFI* é estimado de duas formas, que diferem na consideração ou não do impacto da variação da taxa de juros na rentabilidade. Matematicamente, estes cálculos podem ser expressos da seguinte maneira:

$$SFI1_i = RDV_i \times TJI_i^t \quad (1)$$

$$SFI2_i = RDV_i \times TJI_i^t + (END_i^t - RDV_i) \times \Delta TJI_i \quad (2)$$

Onde:

RDV_i é a redução do endividamento da empresa i decorrente do saneamento pré privatização;

TJI_i^{90} é a taxa de juros implícita no custo de carregamento da passivo pela empresa i no ano t ;

END_i^{90} é o passivo da empresa i no ano t ; e

$$\Delta TJI_i = TJI_i^{90} - TJI_i^{94} \text{ (com base nos passivos totais da empresa)}$$

Pinho e Valle (2000) argumentam que é possível formular argumentos em favor do uso tanto de um quanto do outro indicador. De um lado, considerando que ΔTJI_i é afetado por uma série de outros fatores que não apenas o saneamento financeiro, como evolução dos juros domésticos e internacionais, abertura financeira ao exterior e gestão financeira, imputar seus efeitos a um indicador desenhado para captar especificamente os efeitos do saneamento não parece adequado. De outro, deve-se reconhecer que vários dos elementos que influenciam o custo de carregamento das dívidas não são controlados pela administração das empresas, devendo ser considerados exógenos à privatização em si mesma. Desta forma, justamente por ser possível apresentar argumentos defensáveis em ambas as direções, os autores recomendam o cálculo das duas versões do indicador.

O cálculo de SFI segundo a metodologia proposta supõe que a dívida ‘reduzida’ - parcela dos passivos que foi transferida à União - tinha custo de carregamento exatamente igual ao da média dos passivos de cada empresa. Outrossim, cabe uma ressalva quanto ao cálculo de TJI_i^t . Sendo este um indicador de taxa de juros pagos, a melhor base de dados para a inferência deste valor seriam os passivos onerosos da empresa. Contudo, diversas contas como fornecedores, provisão para encargos sobre financiamento, tributos parcelados não são discriminados nos balanços publicados, o que impede a separação do passivo oneroso do não-oneroso. A alternativa viável definida por Pinho e Valle (2000) foi usar o total dos

passivos tanto no denominador do cômputo de TJI'_i quanto como referência para END'_i , variável empregada no cálculo de $SFI2$.⁴⁸

A fonte de dados para obtenção dos valores empregados no saneamento financeiro das empresas siderúrgicas foram os trabalhos de Passanezi (1992) e Paula (1995).

2) Liberação de Preços Internos (LPI)

A utilização dos preços praticados pelas empresas estatais como mecanismos de política antiinflacionária era, sem dúvida, entrave para a rentabilidade das empresas. A alteração nas características de regulação de preços internos provocou efeitos positivos na rentabilidade. No setor siderúrgico, os preços praticados pela indústria no mercado doméstico elevaram-se, com relação à média do setor industrial segundo o IPA-OG da FGV, em 18,4%, entre os anos de 1990 e 1994, e 24% de 1990 a 1995.

O indicador LPI também é calculado de duas formas, de maneira que $LPI1$ reflete somente o efeito da liberação dos preços sobre as quantidades vendidas no período anterior à privatização, enquanto que $LPI2$ capta efeitos da variação dos preços nas quantidades vendidas nos períodos anteriores e posteriores à privatização:

$$LPI1_i = VMI_i^{90} \times VPI_i \quad (3)$$

$$LPI2_i = VMI_i^{94} \times \left(\frac{VPI}{1 + VPI} \right) \quad (4)$$

⁴⁸ Segundo Pinho e Valle (2000:584-585) “O problema mais difícil de contornar nos cálculos de SF1 e SF2 é a subindexação dos balanços de 1990. A tentativa de desindexação perpetrada pelo Plano Collor I implicou que a BTN-fiscal – então indexador contábil oficial – acumulasse nesse ano variação (845,1%) muito inferior à dos índices de inflação como IGP-DI (1.476,6%) e INPC (1.585,2%). Desta subindexação decorreram distorções importantes para os balanços, inclusive aqueles elaborados de acordo com a correção integral. (...) destacam-se, entre essas distorções, as tendências de: i) inflar artificialmente as despesas financeiras, ao considerar remuneração real toda a taxa de juros que excedeu um indicador inadequado de evolução dos preços; e, ii) em empresas cujo ativo permanente é maior do que o patrimônio líquido, subestimar o saldo positivo dos ganhos com ativos não-monetários com relação às perdas com passivos não monetários. Este último aspecto é análogo à tendência de subestimativa da correção monetária do saldo do ativo permanente contra o patrimônio líquido que prevaleceria no mesmo contexto se considerássemos os balanços elaborados de acordo com a legislação societária. (...) Potencialmente, essas distorções afetam $SFI1$ e $SFI2$. Como TJI é calculada como a razão entre as despesas financeiras e o passivo da empresa, estará superestimada para todas as empresas afetadas pela subindexação contábil. A contrapartida de TJI_i^{90} demasiado elevada seriam ΔTJI e $SFI1$ e $SFI2$ muito grandes, já que em 1994 o problema não existe. (...) Ora, isso afeta igualmente os resultados da empresa tal como auferidos pela GOR de 1990 e, portanto, infla artificialmente a variação entre 1990 e 1994 dessa variável, precisamente o indicador adotado de mudança nas condições de rentabilidade.”

Onde:

VMI_i^t é a receita líquida de vendas no mercado interno pela empresa i no ano t ; e

VPI é a variação percentual real do índice de preços internos entre 1990 e 1994

Mais precisamente, os efeitos da liberação dos preços internos deveriam ser calculados da seguinte maneira:

$$LPI1_i = \sum_{j=1}^n QI_{j,i}^{90} \cdot (PI_{j,i}^{94} - PI_{j,i}^{90}) \quad (3.1)$$

$$LPI2_i = \sum_{j=1}^n QI_{j,i}^{94} \cdot (PI_{j,i}^{94} - PI_{j,i}^{90}) \quad (4.1)$$

Onde:

$QI_{j,i}^t$ é a quantidade do produto j vendida no mercado interno pela empresa i no ano t ; e

PI_i^t é o preço do produto j vendido no mercado interno pela empresa i no ano t .

O cálculo, todavia, é impraticável no caso da siderurgia já que não se dispõe de informações sobre preços internos desagregadas em nível de produto nem muito menos de empresa.⁴⁹

⁴⁹ Por outro lado, para esclarecer o conteúdo da definição (3.1) e, principalmente, da (4.1), Pinho e Valle (2000) demonstram que as expressões (3.1) e (4.1) são equivalentes a (3.1') e (4.1'). Para tanto, os autores assumem em caráter provisório e com fins meramente expositivos, a hipótese de que o *mix* de vendas das empresas manteve-se constante entre os dois extremos do período analisado e que os preços médios de todas as empresas seguem o índice setorial de preços. Desta forma,

$$LPI1_i = QMI_i^{90} \cdot (PMI_i^{94} - PMI_i^{90}) \quad (3.1')$$

$$LPI2_i = QMI_i^{94} \cdot (PMI_i^{94} - PMI_i^{90}) \quad (4.1')$$

Onde:

QMI_i^t é a quantidade total de aço vendida no mercado interno pela empresa i no ano t ; e

PMI_i^t é o preço médio do aço vendido no mercado interno pela empresa i no ano t .

Podem ser escritas:

$$LPI1_i = QMI_i^{90} \cdot PMI_i^{90} \cdot \frac{PMI_i^{94} - PMI_i^{90}}{PMI_i^{90}} = QMI_i^{90} \cdot (PMI_i^{94} - PMI_i^{90}) \quad (3')$$

Por esta razão, será utilizado o cálculo com base em *VMI* e *VPI*. Sendo *VMI* um indicador de receitas líquidas, é necessário deduzir os impostos pagos sobre a mercadoria. Novamente é enfrentada a dificuldade de obtenção de dados tendo em vista o nível de agregação com os quais estão publicados os balaços. A fim de contornar esta dificuldade de atribuição dos valores pagos de impostos sobre vendas, o cálculo i) atribui toda tributação sobre venda aos produtos comercializados no mercado interno e, ii) distribui as demais deduções proporcionalmente ao valor das vendas nos mercados externo e interno, já considerando aí a dedução dos impostos no caso da comercialização doméstica. Uma única exceção é feita no caso de CST, empresa reconhecidamente dedicada à exportação no período estudado. Para esta, os tributos foram considerados para as vendas para o mercado externo.

Com respeito ao cálculo de *VPI*, este representa a variação real de preços ocorrida no setor. Ou seja, corresponde ao aumento de preços que excedeu o aumento de preços médio na indústria. Para este cálculo, foi definido como indicador de aumento de preços no setor o *IPA-OG-Aço*, calculado pela FGV. Este procedimento implica assumir três suposições: i) a estrutura de ponderação dos preços internos de cada empresa assemelha-se à do *IPA* setorial, ii) os distintos perfis de vendas das empresas não resultam em diferenças expressivas quanto à evolução média dos preços por elas praticados no mercado doméstico e, iii) caso os preços não tivessem sido liberados, sua evolução ocorreria em linha com a dos preços dos setores consumidores, aproximada pela variação do *IPA* em toda a atividade industrial.

3) Evolução dos Preços Externos (EPE)

Este indicador procura evidenciar os efeitos da evolução dos preços dos bens exportados, considerando também a flutuação da paridade cambial em termos reais. Sendo sua natureza análoga à do indicador *LPI*, torna-se conveniente fazer duas estimativas:

$$LPI2_i = QMI_i^{94} \cdot PMI_i^{94} \cdot \left(\frac{PMI_i^{94} - PMI_i^{90}}{PMI_i^{90}} \right) = QMI_i^{94} \cdot PMI_i^{94} \cdot \frac{PMI_i^{90}}{PMI_i^{94}} \cdot \frac{PMI_i^{94} - PMI_i^{90}}{PMI_i^{90}} \quad (4')$$

$$LPI2_i = QMI_i^{94} \cdot (PMI_i^{94} - PMI_i^{90})$$

É importante frisar que estas hipóteses não são sustentadas para os cálculos subseqüentes, servindo apenas ao propósito de fornecer aproximações para as definições de *LPI1* e, especialmente, *LPI2*.

$$EPE1_i = VME_i^{90} \times VPE \quad (7)$$

$$EPE2_i = VME_i^{94} \times \left(\frac{VPE}{1 + VPE} \right) \quad (8)$$

Onde:

VME_i^t é a receita líquida com vendas no mercado externo pela empresa i no ano t ; e

VPE é a variação percentual real do índice de preços externos entre 1990 e 1994

Segundo Pinho e Valle (2000), ressurgue aqui a questão de se captar ou não impactos relativos à variação das quantidades comercializadas. Desta maneira, são definidas duas versões para EPE : $EPE1$, que é calculada com base nas quantidades exportadas em 1990, e a segunda, $EPE2$, empregando as quantidades de 1994.

O indicador VME é a contrapartida de VMI , uma vez que as receitas líquidas totais são iguais à soma de VME e VMI . VME deriva do cálculo de VMI , seguindo para tanto, os mesmo pressupostos descritos anteriormente para o cálculo de VMI , utilizado no cálculo de LPI.

Os indicadores EPE captam simplesmente o efeito de variações reais, em moeda nacional, nos preços de produtos exportados com relação ao período-base (1990). Para alcançar esse objetivo, é importante que VPE seja mais do que um mero índice de preços de exportação em US\$. De fato, VPE é o resultado da multiplicação de um índice de preços desse tipo⁵⁰ pela taxa cambial média anual, com posterior deflação pelo índice de preços escolhido para refletir a inflação doméstica. A evolução da série assim produzida indica, com precisão, o impacto sobre o faturamento com exportações da evolução dos preços externos em moeda de poder aquisitivo constante. Portanto, VPE reflete também a oscilação da paridade cambial em termos reais, sendo afetada pela tendência de apreciação cambial que o Plano Real viria agravar a partir de 1994.

4) Recuperação do Mercado Interno (RMI)

O indicador RMI recupera os efeitos da melhoria do mercado interno para as vendas das empresas. O consumo aparente de aço no Brasil superou o volume registrado em 1990 em

⁵⁰ VPE é construído a partir dos preços médios de exportação FOB reportados pelo Instituto Brasileiro de Siderurgia (IBS) adotando uma estrutura de ponderação fixa dada pelas quantidades exportadas em 1990.

mais de um terço nos anos de 1994 e 1995. O aumento do consumo interno beneficia as empresas siderúrgicas por duas razões: (i) os preços praticados no mercado interno tendem a ser mais elevados do que os obtidos nas exportações⁵¹ e (ii) as vendas internas apresentam maior proporção de produtos mais elaborados, ao passo que as exportações concentram-se em itens básicos, de menor valor agregado. Esses benefícios estão presentes mesmo quando as quantidades vendidas totais se mantêm inalteradas. *RMI1* calcula os efeitos da obtenção de melhor remuneração na parcela das vendas orientada para o mercado interno (preços internos mais elevados que os obtidos nas exportações), enquanto *RMI2* identifica também efeitos positivos do enobrecimento do *mix* de vendas. Neste sentido, são definidos:

$$RMI1_i = \sum_{j=1}^n (PI_{j,i}^{94} - PE_{j,i}^{94}) \times (QI_{j,i}^{94} - QIA1_{j,i}^{94}) \quad (9)$$

$$RMI2_i = \sum_{j=1}^n (QE_{j,i}^{94} \times PE_{j,i}^{94} + QI_{j,i}^{94} \times PI_{j,i}^{94}) - (QEA2_{j,i}^{94} \times PE_{j,i}^{94} + QIA2_{j,i}^{94} \times PI_{j,i}^{94}) \quad (10)$$

Onde:

$QI_{j,i}^t$ é a quantidade do produto j vendido no mercado interno pela empresa i no ano t ;

$PI_{j,i}^t$ é o preço do produto j vendido no mercado interno pela empresa i no ano t ;

$QE_{j,i}^t$ é a quantidade do produto j vendido no mercado externo pela empresa i no ano t ;

$PE_{j,i}^t$ é o preço do produto j vendido no mercado externo pela empresa i no ano t ;

$QIA1_{j,i}^{94}$ é a quantidade vendida do produto j em 1994 distribuída entre os mercados interno e externo segundo a repartição de 1990;

$QEA2_{j,i}^{94}$ e $QIA2_{j,i}^{94}$ são estimativas de quantidades que teriam sido vendidas em 1994 de cada produto j no mercado externo e interno, respectivamente, considerando repartição produto/mercado de 1990, dadas pelas seguintes equações:

⁵¹ Os preços internos habitualmente são mais remuneradores porque as siderúrgicas não têm que arcar no mercado doméstico com os custos portuários, os fretes internacionais e o prêmio negativo associado a medidas protecionistas (PINHO e SILVEIRA, 1998).

$$QIA1_{j,i}^{94} = \frac{QI_{j,i}^{90}}{QV_{j,i}^{90}} \cdot \frac{QV_{j,i}^{94}}{\sum_{j=1}^n QV_{j,i}^{94}} \cdot \sum_{j=1}^n QV_{j,i}^{94} = \frac{QI_{j,i}^{90}}{QV_{j,i}^{90}} \cdot QV_{j,i}^{94} \quad (11)$$

$$QIA2_{j,i}^{94} = \frac{QI_{j,i}^{90}}{\sum_{j=1}^n QV_{j,i}^{90}} \cdot \sum_{j=1}^n QV_{j,i}^{94} \quad (12)$$

$$QEA2_{j,i}^{94} = \frac{QE_{j,i}^{90}}{\sum_{j=1}^n QV_{j,i}^{90}} \cdot \sum_{j=1}^n QV_{j,i}^{94} \quad (13)$$

$$QV_{j,i}^t = QI_{j,i}^t + QE_{j,i}^t \quad (\text{quantidade total vendida do produto } j \text{ pela empresa } i \text{ no ano } t) \quad (14)$$

O entendimento do procedimento de cálculo ora adotado depende fundamentalmente da compreensão do significado das variáveis ‘ajustadas’ (11), (12) e (13) definidas em Pinho e Valle (2000). $QIA1_{j,i}^{94}$ corresponde a um ajustamento das quantidades vendidas em 1994 mantendo, primeiramente, a repartição das vendas entre os n produtos registrada nesse ano, e, em seguida, distribuindo as vendas de cada produto j entre os mercados interno e externo de acordo com o padrão verificado em 1990. $QIA1_{j,i}^{94}$ corresponde à quantidade vendida do produto j em 1994 distribuída entre os mercados interno e externo segundo a repartição de 1990. Com esse ajuste, alcança-se o objetivo de, ao subtrair $QIA1_{j,i}^{94}$ de $QI_{j,i}^{94}$, captar em *RMI1* o impacto da melhoria de posicionamento com relação ao *dual-pricing* sem se computar influências de enobrecimento do perfil de produção e vendas. Se em cada linha de produto $PI_j > PE_j$, então a transferência de vendas para o mercado interno permite gerar maior receita sem aumentos em custos.

$QIA2_{j,i}^{94}$ e $QEA2_{j,i}^{94}$ são resultado de um outro processo de ajustamento. Como no caso de *RMI2* deseja-se refletir também o efeito do enobrecimento de *mix*, as quantidades vendidas em 1994 podem ser submetidas a uma redistribuição mais simples, a qual gera as quantidades que teriam sido vendidas em 1994 de cada produto j , respectivamente, nos mercados interno e externo, se as vendas totais neste ano tivessem reproduzido exatamente o padrão de repartição entre produto/mercado observado em 1990. Nesse sentido, *RMI2* capta a diferença entre a receita líquida efetiva em 1994 e a receita que seria obtida com os preços

de 1994, caso as vendas se distribuíssem entre os mercados externo e interno e entre os vários produtos da mesma maneira que em 1990.

Pinho e Valle (2000) chamam a atenção para o fato que a presunção que induz a realização do cálculo de *RMI2* é de que ordenando-se os n produtos numa escala crescente de valor agregado obtenha-se também uma ordenação crescente em termos de lucro por unidade vendida. Sabe-se, contudo, que o enobrecimento de *mix*, embora, de fato, favoreça a rentabilidade, também requer um aumento do custo unitário dos bens vendidos. O procedimento de cálculo proposto para *RMI2* desconsidera inteiramente esses custos adicionais, sobre os quais não há dados disponíveis.

Os autores enfatizam ainda que, dadas as definições de $QIA1_{j,i}^{94}$, $QIA2_{j,i}^{94}$ e $QEA2_{j,i}^{94}$, o indicador *RMI*, em nenhuma de suas variantes, é afetado pelos efeitos de elevação da produção ou do grau de ocupação da capacidade, cujos determinantes não podem ser desvinculados da melhora da gestão de maneira trivial.

Por fim, sendo as informações sobre preços internos por empresa sensíveis do ponto de vista comercial, e não facilmente disponibilizadas, o cálculo supõe que o diferencial positivo de 20%, referido por Paula (1995) como característico da disparidade dos preços praticados no mercado interno e externo, seja igualmente válido para todas as linhas de produtos consideradas. Em virtude da baixa disponibilidade de dados em níveis desagregados por empresa, o cálculo é realizado para o setor como todo, dado disponibilizado pelo IBS segundo linhas de produto e não por empresa.

4.3 - Petroquímica

Para a petroquímica será analisado o período de 1991 a 1995. Ou seja, um ano antes das primeiras privatizações ocorridas entre as empresas escolhidas para esta análise, Petroflex e Copesul e um ano depois da privatização da PQU, terceira e última petroquímica estudada.

Cabe aqui uma ressalva importante quanto ao evento exógeno aumento dos preços da nafta, que foi indicado no capítulo três, mas não será calculado. O impacto das variações do preço de venda da nafta seria captado por um indicador que calculasse o efeito das alterações no custo dos insumos petroquímicos. Contudo apesar de uma busca insistente e de várias tentativas de estimação, não foi possível obter dados confiáveis para esse cálculo. Os dados

apresentados pelos mercados e os dados das empresas não se mostraram suficientemente robustos para o desenvolvimento deste exercício de cálculo. Desta forma, a fragilidade a que este indicador estaria exposto fez com que fosse tomada a decisão de não calcular um indicador desta natureza. Para a petroquímica serão calculados os efeitos dos eventos exógenos descritos a seguir.

1) Evolução do preço da borracha (EPB)

O cálculo de *EPB* será análogo ao indicador *LPI*, uma vez que são estes eventos de mesma natureza. O IPA-OG - Borracha, utilizado como *proxy* para os preços praticados pela Petroflex, elevaram-se em 47,6% entre os anos de 1991 e 1995 com relação à média do setor industrial, medida segundo o IPA-OG da FGV.⁵²

O indicador EPB será calculado apenas para a Petroflex, única produtora de borracha sintética entre as petroquímicas analisadas. O indicador será calculado de duas formas, de maneira que o *EPB1* reflete somente o efeito da liberação dos preços sobre as quantidades vendidas no período anterior à privatização, enquanto que *EPB2* capta efeitos nas variações das quantidades vendidas nos períodos anteriores e posteriores à privatização:

$$EPB1_i = VMI_i^{91} \times VPI_i \quad (15)$$

$$EPB2_i = VMI_i^{95} \times \left(\frac{VPI}{1+VPI} \right) \quad (16)$$

Onde:

VMI_i^t é a receita líquida de vendas no mercado interno pela Petroflex no ano t ; e

VPI é a variação percentual real do índice de preços internos (borracha) entre 1991-1995

2) Recuperação do mercado interno (RMI)

Este indicador procura evidenciar os efeitos da evolução dos preços internos, considerando, entre outras coisas, a flutuação da paridade cambial em termos reais, já que os preços

⁵² Importante lembrar que 33,8 p.p. destes 47,6% foi aumento do preço da borracha ocorrido entre 1991 e 1992, período em que a empresa ainda era estatal. A evolução do preço da borracha no período em que a empresa já se encontrava em propriedade privada, se manteve pouco acima de 10%.

internos também são dados em dólares. Sua natureza é análoga ao cálculo de RMI para a siderurgia. Contudo, a menor disponibilidade de dados no setor petroquímico possibilita apenas o cálculo de RMI⁵³.

$$RMI1_i = \sum_{j=1}^n (PMI_i^{95} - PME_i^{95}) \times (QI_{j,i}^{95} - QIAI_{j,i}^{95}) \quad (17)$$

Onde:

$QI_{j,i}^t$ é a quantidade produzida e vendida de cada produto j no mercado interno pela empresa i no ano t ;

PMI_i^t é o preço médio praticado no mercado interno pela empresa i no ano t ;

PME_i^t é o preço médio praticado no mercado externo pela empresa i no ano t ;

$QIAI_{j,i}^{96}$ é a quantidade vendida em 1995 distribuída entre os mercados interno e externo segundo a repartição de 1991;

3) Evolução do Preço Externo (EPE)

Este indicador procura evidenciar os efeitos da evolução dos preços dos bens exportados. Sendo sua natureza análoga à do indicador EPE calculado para a siderurgia, torna-se conveniente fazer duas estimativas:

$$EPE1_i = VME_i^{91} \times VPE \quad (18)$$

$$EPE2_i = VME_i^{95} \times \left(\frac{VPE}{1 + VPE} \right) \quad (19)$$

Onde:

VME_i^t é a receita líquida com vendas no mercado externo pela empresa i no ano t ; e

⁵³ Os dados requeridos para cálculo de RMI2, que capta os efeitos sobre melhoria no mix de produção, não estão disponíveis para a petroquímica de forma desagregada a ponto de favorecer a efetivação do cálculo. Dados aproximados disponíveis para as empresas de primeira geração também foram descartados pelo fato de estar incluída aí a Copene, segunda grande petroquímica de primeira geração instalada no País, a qual não consta no estudo por ter sido transferida apenas participação minoritária do governo federal, quando da efetivação das privatizações.

VPE é a variação percentual real do índice de preços externos entre 1991-1995.

Pelas mesmas razões consideradas no cálculo de *EPE*, são definidas duas versões para *RME*, uma calculada com base nas quantidades exportadas em 1991 e outra empregando as quantidades de 1995. Neste caso, *VPE* é o resultado da multiplicação dos preços externos pela taxa cambial média anual com posterior deflação pelo IGP-DI.

4.4 - Embraer

Para a Embraer foram identificados dois eventos exógenos que tiveram influência na rentabilidade da empresa no período pós-privatização. Um deles, o saneamento financeiro precedente à privatização, será calculado da mesma maneira que para a siderurgia.

O outro evento é de natureza muito mais complexa: início dos programas de financiamento PROEX e FINAMEX. O caráter crítico do financiamento na competição no setor aeronáutico torna difícil inferir quantitativamente qual foi o efeito da introdução desses mecanismos de financiamento sobre as vendas da Embraer. Seria necessário, para isso, inferir de algum modo qual é a elasticidade das vendas em relação à mudança de financiamento. Simultaneamente a esta mudança no financiamento, alteraram-se outros parâmetros importantes para as vendas – linhas de produtos e preços, por exemplo, e não se dispõe de séries suficientemente longas para todas essas variáveis, inclusive encargos do financiamento ao cliente. Desta forma, é impraticável estimar essa elasticidade e mesmo conjecturar sobre seu valor. Por estas razões, o cálculo não foi realizado e para a Embraer foi calculado apenas o *SFI*.

Como já explicitado anteriormente, o cálculo de *SFI* segundo a metodologia proposta supõe que a dívida ‘reduzida’ - parcela dos passivos que foi transferida à União - tinha custo de carregamento exatamente igual ao da média dos passivos de cada empresa. No caso da Embraer, que disponibilizou balanços contábeis mais completos, serão feitos dois exercícios quanto ao cálculo de TJI'_i . Serão calculados TJI'_i com base nos passivos totais da empresa e $TJIO'_i$, com referência aos passivos onerosos identificados, considerando Passivo Circulante Oneroso, com as contas empréstimos e financiamentos, provisão para encargos sobre empréstimos e financiamentos, adiantamento de clientes e adiantamento de contratos de câmbio, e o Exigível de Longo Prazo Oneroso, com as contas empréstimos e financiamentos,

tributos parcelados e obrigações parceladas. Os valores considerados para avaliação do saneamento financeiro da Embraer foram obtidos em Carvalho (2001).

1) Saneamento Financeiro precedente à Privatização (SFI)

Este indicador terá cálculo análogo ao computado para a siderurgia, alterando-se apenas o período de incidência:

$$SFI1_i = RDV_i \times TJI_i^{96} \quad (20)$$

$$SFI2_i = RDV_i \times TJI_i^{96} + (END_i^{96} - RDV_i) \times \Delta TJI_i \quad (21)$$

Onde:

RDV_i é a redução do endividamento da empresa i decorrente do saneamento pré privatização;

TJI_i^t é a taxa de juros implícita no custo de carregamento da passivo pela empresa i no ano t

END_i^t é o passivo da empresa i no ano t ; e

$$\Delta TJI_i = TJI_i^{93} - TJI_i^{96}$$

Capítulo 5 - Análise dos Resultados

O presente capítulo tem como objetivo a exposição dos resultados encontrados. O capítulo será subdividido em quatro tópicos. Os três primeiros destinam-se à explicação dos resultados encontrados para os setores siderúrgico, petroquímico e Embraer, seguindo-se a eles um tópico de considerações finais.

Será feita uma avaliação dos resultados encontrados, segundo alguns critérios. Serão discutidos os resultados por empresa, avaliando a relevância de cada evento para a explicação do aumento em *GOR*. Posteriormente, será feita uma análise setorial dos resultados encontrados, incluindo aí a participação relativa dos resultados individuais por empresa no somatório do setor. A partir de então, é feito um esforço de comparabilidade entre os setores, discutindo os diferentes impactos dos eventos coincidentes.

Ao fim do capítulo, serão discutidas as limitações da análise e as principais interpretações dos resultados encontrados. Nas considerações finais, é feito esforço para compatibilizar os resultados encontrados aqui com os diferentes níveis de eficiência sugeridos no capítulo 1.

As tabelas com os todos os cálculos realizados estão disponíveis no apêndice deste trabalho.

5.1 - Siderurgia

Para a siderurgia partimos dos resultados já encontrados por Pinho e Valle (2000) para o período de 1990 a 1994. Como exercício adicional, e a fim de contribuir com este trabalho anterior, foram realizados cálculos para dois períodos mais extensos, de 1990 a 1995 e de 1990 a 1996. Pretende-se com isso analisar se existem alterações significativas na participação dos eventos exógenos na *GOR* a partir do alongamento do período analisado com o objetivo de validar uma premissa da metodologia, que é a utilização do período mais

curto quanto possível. O exame destes dois períodos mais longos serve também para verificar qual é o melhor escopo temporal de análise, ou seja, aquele período em que os resultados se comportam de maneira mais consistente.

Assim, a análise que se segue tem como objetivos: a) o entendimento do comportamento das variáveis consideradas exógenas no contexto de cada uma das empresas estudadas; b) a análise dos resultados consolidados encontrados para o setor, e c) a comparação entre os resultados encontrados e discussão dos principais motivadores do comportamento das variáveis analisadas. Cabe ressaltar que as discussões e conclusões a cerca dos resultados para o período de 1990 a 1994 foram retiradas de Pinho e Valle (2000).

Os principais resultados da aplicação da metodologia de Pinho e Valle (2000) às empresas siderúrgicas privatizadas no Brasil são apresentados na tabela 5.1, que está dividida em três partes: na primeira, encontram-se os valores dos indicadores calculados para cada uma das empresas, expressos em reais de dezembro de 2006, na segunda, a relação entre esses indicadores e a variável escolhida como indicativo de aumento de rentabilidade, a *GOR*; e, na terceira, agregações desses indicadores segundo quatro critérios alternativos, já anteriormente utilizados em Pinho e Valle (2000). Esta agregação indica as principais conclusões do trabalho e o entendimento do significado de cada uma delas é fundamental para a correta compreensão dos resultados encontrados.

A agregação ‘mínima’ é a soma algébrica das variantes de menor valor de cada um dos quatro indicadores⁵⁴. A ‘máxima’ corresponde ao exercício oposto, ou seja, a soma das variantes de maior valor dos indicadores. Uma terceira agregação formulada pelos autores, dita ‘conservadora’, soma *SFII*, *LP11*, *EPE1* e *RMI1*, que são as versões mais restritivas de cada um dos indicadores. Por fim, há uma quarta agregação, chamada de ‘abrangente’, que soma *SFI2*, *LP11*, *EPE1* e *RMI2*, as variantes de cada um dos indicadores que segundo Pinho e Valle (2000), são as mais adequadas do ponto de vista dos objetivos do trabalho.

A observação da coluna total da tabela revela que a capacidade de explicação da variação na *GOR* do conjunto dos efeitos exógenos à privatização aqui retratados varia muito na dependência dos critérios de agregação adotados: de um mínimo de 19,4% do aumento da rentabilidade das empresas privatizadas até um máximo de 81,8%. Antes de tentar analisar

⁵⁴ No somatório por empresa não está incluído o valor de RME, uma vez que este indicador foi calculado com base em dados agregados do setor.

mais detidamente os resultados para o conjunto das empresas, vale a pena explorar um pouco os indicadores isolados de cada siderúrgica.

Tabela 5.1

Siderurgia - Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização no Período de 1990-1994

Indicador	CSN	Cosipa	Açominas	Acesita	CST	Usiminas	Total
Valor absoluto – milhares de R\$ de 31.12.2006							
Δ GOR	3.816.511	1.729.665	1.177.495	721.650	1.114.173	765.491	9.324.986
SFI1	1.175.372	-77.752	647.027	319.767	0	0	2.064.414
SFI2	4.135.045	-200.560	1.242.200	699.163	153.378	918.951	6.948.178
LPI1	377.738	491.473	63.932	266.265	45.185	487.721	1.732.316
LPI2	603.039	328.190	98.176	269.228	13.827	542.322	1.854.784
EPE1	-430.587	-277.937	-126.486	-72.536	-211.813	-315.985	-1.435.347
EPE2	-574.268	-389.177	-149.378	-63.426	-447.756	-386.537	-2.010.545
RMI1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	19.142
RMI2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	261.817
Proporção de Δ GOR - %							
SFI1	30,8	-4,5	54,9	44,3	0,0	0,0	22,1
SFI2	108,3	-11,6	105,5	96,9	13,8	120,0	74,5
LPI1	9,9	28,4	5,4	36,9	4,1	63,7	18,6
LPI2	15,8	19,0	8,3	37,3	1,2	70,8	19,9
EPE1	-11,3	-16,1	-10,7	-10,1	-19,0	-41,3	-15,4
EPE2	-15,0	-22,5	-12,7	-8,8	-40,2	-50,5	-21,6
RMI1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,2
RMI2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,8
Capacidade total de explicação							
Máxima	112,9%	7,9%	103,1%	125,4%	-1,2%	149,6%	81,8%
Mínima	25,6%	-15,1%	47,7%	71,2%	-38,9%	13,2%	19,4%
Conservadora	29,4%	7,9%	49,6%	71,2%	-15,0%	22,4%	25,5%
Abrangente	107,0%	0,8%	100,2%	123,7%	-1,2%	142,5%	80,5%

Fonte: Elaboração própria

De maneira geral, Acesita e Açominas são as empresas cuja melhoria de rentabilidade parece estar mais diretamente vinculada aos efeitos exógenos. No extremo oposto, CST e Cosipa apresentaram indicadores que apontam uma importância muito pequena ou até mesmo desprezível do conjunto de eventos externos à privatização. Usiminas e CSN, as maiores empresas do setor, encontram-se em posição intermediária, embora no caso dessas duas empresas o poder explicativo do conjunto dos efeitos seja particularmente sensível às diferenças entre as versões dos indicadores.

Embora essas diferenças possam, em princípio, também refletir as variadas intensidades das mudanças gerenciais e dos processos de reestruturação produtiva, a maior parte da

variabilidade entre as empresas está inequivocamente relacionada às diferentes relevâncias do processo de saneamento financeiro. A importância de *SFII* com respeito à mudança de rentabilidade varia de 0% (CST e Usiminas) a 44,3% e 54,9% (respectivamente, Acesita e Açominas). Já *SFI2* apresenta variações ainda maiores, chegando a 120% para a Usiminas. Em última análise, isso é o resultado de posições muito diferentes com respeito a *RDV*, redução do endividamento por saneamento financeiro, e ΔTJI , a variação da taxa de juros implícita nos passivos das empresas.

No tocante à redução do endividamento, Usiminas e CST simplesmente não obtiveram qualquer benefício, ao passo que as demais empresas foram favorecidas de maneira expressiva⁵⁵. Por outro lado, percebeu-se também variação significativa em ΔTJI , neste caso respondendo primordialmente às práticas de indexação contábil adotadas em 1990. Cosipa e CST, que adotaram naquele ano indexadores capazes de refletir mais apropriadamente a efetiva evolução dos preços, apresentaram *TJI* relativamente baixa em 1990. Por conta disso, a comparação com relação a 1994 aponta uma variação pequena (CST) ou até negativa (Cosipa). Nas outras empresas, ΔTJI é muito grande, fazendo que *SFI2* capte os efeitos que a sub-indexação contábil produziu também sobre *GOR* em 1990 (Pinho e Valle, 2000).

Outro ponto importante para a explicação é o comportamento das variáveis *LPI* e *EPE*. Estas possuem sinais contrários e seus valores absolutos tendem a se anular no que se refere ao conjunto das empresas, mostrando que, grosso modo, o montante de mais de R\$ 1,7 bilhão (em moeda de dezembro de 2006) ganho com a elevação dos preços no mercado interno acabou sendo perdido com a combinação de queda dos preços internacionais e apreciação cambial. Quando se toma o caso de cada empresa, porém, essa compensação nem sempre ocorre. Efetivamente, uma empresa como a CST, quase que integralmente voltada às exportações, apresenta *EPE1* e *EPE2* fortemente negativos e os limitados benefícios expressos em *LPI1* e *LPI2* nem de longe oferecem contrapartida equivalente. Situação inversa ocorre no caso da Acesita, muito mais direcionada ao mercado interno.

Observando os dados agregados das seis empresas, a diferença entre as explicações conservadora e abrangente, por exemplo, depende fundamentalmente da escolha entre *SFII* e

⁵⁵ O aporte de capital recebido no período pré privatização variou bastante entre as empresas siderúrgicas, sendo despendidos US\$ 756 milhões para CSN, US\$ 920 milhões para Cosipa, US\$ 470 milhões para Açominas e US\$ 130 milhões na Acesita (BNDES, 1997).

SFI2. Embora a diferença entre *RMI1* e *RMI2* não seja irrisória,⁵⁶ nada menos que 52,4 dos 56,4 pontos percentuais que separam as duas agregações de indicadores são atribuíveis à diferença entre as duas variantes de *SFI*.

Deve-se recordar que a diferença conceitual entre *SFI1* e *SFI2* é a inclusão no cálculo desta última do impacto que a variação – leia-se diminuição – de *TJI* entre 1990 e 1994 propicia em termos de redução dos encargos financeiros. Esta inclusão é questionável, tendo em vista que os determinantes da *TJI* em 1994 não podem ser considerados totalmente exógenos à gestão de uma empresa privatizada. Não obstante, pode-se argumentar que o indicador *SFI2* é uma estimativa melhor do que *SFI1* porque seu cálculo acaba permitindo depurar os resultados de 1990 e, por conseguinte, ΔGOR da superestimativa das despesas financeiras resultante da sub-indexação contábil naquele ano.

No entanto, nos casos da CSN, Açominas e Usiminas o indicador *SFI2* explica isoladamente mais do que todo o aumento da geração operacional de recursos. Esse resultado não é razoável. São inequívocas as evidências de que houve melhoria na eficiência interna das empresas (PINHO e SILVEIRA 1998) e, por outro lado, de que este aumento da eficiência não foi repassado aos consumidores de produtos siderúrgicos.

A explicação desse paradoxo parece residir no nível excessivamente baixo da *TJI* em 1994. Esta variável assumiu um valor de 0,3% na CST, tendo se situado abaixo de 2% também nos casos de Cosipa, CSN e Usiminas, sempre em base anual. Valores mais admissíveis foram encontrados apenas para Açominas e Acesita, 6,7% e 7% respectivamente. Esses valores estão, em média, bem abaixo do nível esperado, mesmo se considerando a agressividade com que a gestão privada enfocou a administração financeira e o fato, já comentado, de o cálculo de *TJI* com base nos passivos totais efetivamente implicar num resultado subestimado.

Comparando os resultados encontrados para o período de 1990 a 1994 com o período 1990 a 1995, resultados que estão na tabela 5.2, percebemos que há um aumento no percentual explicativo dos eventos exógenos⁵⁷. De maneira intuitiva, haveria motivos para supor que o

⁵⁶ Quando os benefícios advindos do enobrecimento do *mix* são considerados por intermédio da estimativa mais ampla do efeito da recuperação do mercado interno, adicionam-se cerca de R\$ 240 milhões à parcela explicada do aumento de *GOR*.

⁵⁷ A partir de 1995, e mais em 1996, as empresas deixaram de usar a sistemática de correção integral na apuração de seus demonstrativos contábeis. Isso prejudica a comparabilidade entre os valores provenientes de contas correspondentes a variáveis de fluxo – receita, lucro e despesas financeiras – e contas relativas a variáveis de estoque – ativos, passivos e patrimônio líquido. A magnitude dessa distorção pode ser inferida pela

alargamento do período objeto de análise, conduziu a uma redução das participações dos eventos exógenos no aumento de rentabilidade das empresas. A expectativa subjacente a este raciocínio é que com o passar do tempo e o acúmulo de ações gerenciais que promovem a eficiência interna das empresas, a rentabilidade deveria prosseguir em tendência de alta, enquanto o montante dos eventos exógenos se estabiliza, de maneira que quanto maior o aumento da rentabilidade no período, menor será a participação deles no aumento de rentabilidade. Em outras palavras, efeitos endógenos na melhoria de gestão passam a ter, gradativamente, maior influência no aumento de lucratividade.

Contudo, a análise dos resultados não confirmou esta expectativa. De fato o que ocorreu foi uma queda significativa no valor de *GOR*, em R\$ 180 milhões. A queda na variável explicada somente foi acompanhada pela queda no valor total de *SF2*, na ordem de aproximadamente R\$ 600 milhões. Estes dois movimentos de queda foram percebidos nas empresas CSN, Cosipa e Usiminas. O aumento da participação dos eventos exógenos na explicação da variação em *GOR* se deveu basicamente a queda de 5,1 pontos percentuais (p.p.) para a participação de *SF2* e à elevação de participação de todos os demais eventos exógenos, com especial destaque para os aumentos de 9,5 pp e 6,6 pp em *LPI2* e *RMI2*.

A queda em *SFI2* deriva basicamente do aumento das taxas *TJI* em 1995⁵⁸, resultando em diminuição de ΔTJI no período. No caso da Açominas, por exemplo, ΔTJI passou de 33,2% entre 1990 e 1994 para 19,5% entre 1990 e 1995.

No período de 1990 a 1995, Acesita e Usiminas são as empresas cuja melhoria de rentabilidade parece estar mais diretamente vinculada aos efeitos exógenos. De maneira oposta, CST e Cosipa apontam uma importância muito pequena para o conjunto de eventos externos à privatização.

diferença entre o número índice médio do IGP-DI e o de 31 de dezembro: 5,8% e 4,0%, respectivamente em 1995 e 1996. Note-se, porém, que esta distorção implica subestimar o valor absoluto dos efeitos exógenos identificados, mas, ao mesmo tempo, subestima também o valor de *GOR* em 1995 e 1996 e, portanto, o montante de ΔGOR . Em termos de proporção explicada de ΔGOR existe, por conseguinte, em certa medida uma compensação.

⁵⁸ A elevação da taxa de juros em 1995 fez parte do conjunto de medidas de política econômica adotadas para defender o Real e reduzir os desajustes do balanço de pagamentos após a crise do México.

Tabela 5.2

Siderurgia - Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização no Período de 1990-1995

Indicador	CSN	Cosipa	Açominas	Acesita	CST	Usiminas	Total
	Valor absoluto – milhares de R\$ de 31.12.2006						
Δ GOR	3.362.108	1.557.826	1.460.068	726.502	1.407.861	629.687	9.144.055
SFI1	1.175.372	-77.752	647.027	319.767	0	0	2.064.414
SFI2	3.915.560	-373.210	996.987	748.024	162.857	900.456	6.350.676
LPI1	491.635	639.664	83.209	346.549	58.809	634.781	2.254.650
LPI2	1.271.714	398.576	106.829	246.204	15.670	645.817	2.684.812
EPE1	-400.286	-259.160	-157.564	-69.358	-206.822	-293.749	-1.386.941
EPE2	-423.090	-311.468	-241.191	-73.605	-382.161	-325.054	-1.756.572
RMI1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	121.272
RMI2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	856.684
Proporção de ΔGOR - %							
SFI1	35,0	-5,0	44,3	44,0	0,0	0,0	22,6
SFI2	116,5	-24,0	68,3	103,0	11,6	143,0	69,5
LPI1	14,6	41,1	5,7	47,7	4,2	100,8	24,7
LPI2	37,8	25,6	7,3	33,9	1,1	102,6	29,4
EPE1	-11,9	-16,6	-10,8	-9,5	-14,7	-46,6	-15,2
EPE2	-12,6	-20,0	-16,5	-10,1	-27,1	-51,6	-19,2
RMI1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1,3
RMI2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	9,4
Capacidade total de explicação							
Máxima	142,4%	19,4%	64,8%	141,1%	1,1%	198,9%	93,0%
Mínima	37,0%	-18,4%	33,5%	67,8%	-26,0%	49,2%	29,3%
Conservadora	37,7%	19,4%	39,2%	82,2%	-10,5%	54,2%	33,4%
Abrangente	119,2%	0,5%	63,2%	141,1%	1,1%	197,2%	88,3%

Fonte: Elaboração própria

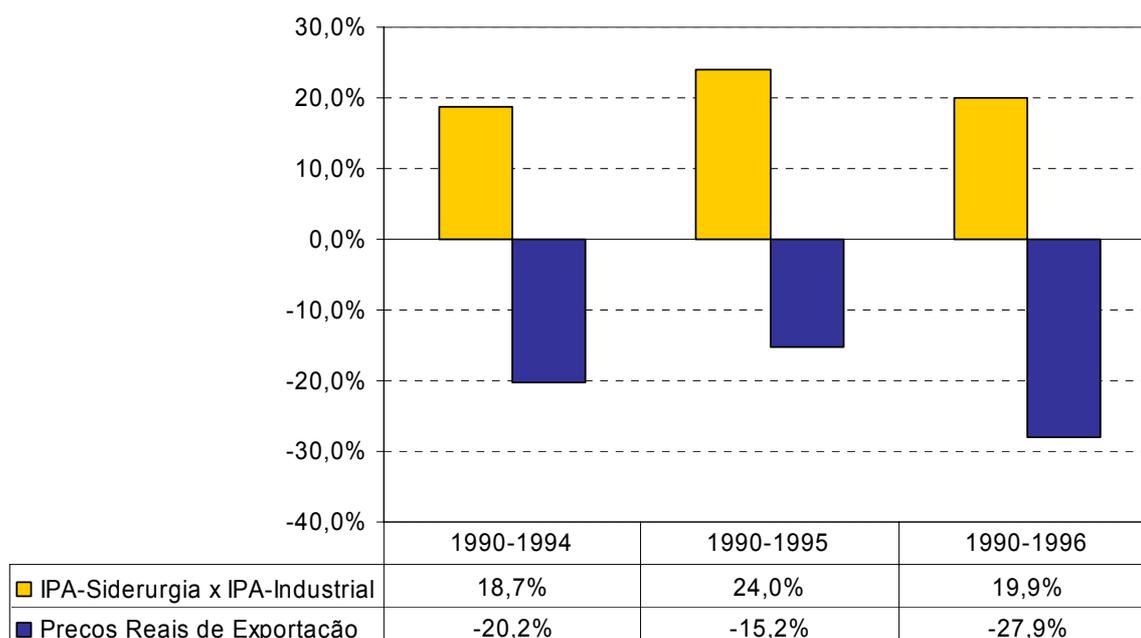
Do mesmo modo que no período analisado anteriormente, são expressivas as influências dos eventos *SFI1* e *SFI2* para o cômputo final das participações totais dos eventos exógenos no aumento da rentabilidade. Interessante notar que, como *SFI1* deriva exclusivamente dos valores da redução do endividamento e das taxas de juros de 1990, seu valor não se altera. Desta forma as leves variações na participação deste indicador dependem fundamentalmente das alterações ocorridas na *GOR*.

Já *SFI2* apresenta variações ainda maiores que as percebidas anteriormente, chegando a 143% para a Usiminas. Este aumento é o resultado de um *ATJI* muito significativo e a queda expressiva na *GOR*. Novamente, casos como o da Usiminas, em que o indicador *SFI2* explica isoladamente mais do que todo o aumento da geração operacional de recursos, podem ser apontados como resultados não razoáveis, que somente se explicariam pela

distorção no cálculo de TJI no ano inicial, quando os demonstrativos contábeis estavam sujeitos aos efeitos de uma inflação muito alta e instável..

Outro ponto importante para a explicação é o comportamento das variáveis *LPI* e *EPE*. Para este período maior, o ganho obtido com a liberação de preços interno não foi compensado pela queda dos preços internacionais e apreciação cambial, especialmente nos casos da CSN, Cosipa e Usiminas, produtoras de aços planos comuns. Como se percebe no gráfico 5.1 o comportamento dos preços dos produtos siderúrgicos, comparativamente à média do setor industrial seguiu sua tendência de alta, excedendo em magnitude a variação percentual dos preços externos em moeda nacional (conforme tabela 5.3). Desta maneira fica evidente por quais razões, para estes períodos mais extensos, o valor de *LPI* excede a perda realizada por *EPE*.

Gráfico 5.1 Comportamento de IPA – OG Industrial e setorial (Cálculo de VPI) e Variação percentual de Preços Externos em moeda nacional (VPE)



Fonte: FGV Dados e IBS

O resumo dos resultados dos calculados para o período 1990 a 1996 está disponível na tabela 5.4, contudo, em favor da não repetição, não será feita discussão dos resultados, os quais são bastante similares aos dados já analisados.

Tabela 5.3

Siderurgia - Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização no Período de 1990-1996

Indicador	CSN	Cosipa	Açominas	Acesita	CST	Usiminas	Total
	Valor absoluto – milhares de R\$ de 31.12.2006						
Δ GOR	3.453.018	1.291.273	680.980	188.092	969.113	503.034	7.085.513
SFI1	1.175.372	-77.752	647.027	319.767	0	0	2.064.414
SFI2	3.881.924	-732.593	1.099.223	718.126	162.857	833.387	5.962.925
LPI1	458.653	596.751	77.627	323.302	54.864	592.195	2.103.393
LPI2	1.146.491	412.863	74.469	213.056	19.907	587.284	2.454.073
EPE1	-613.018	-395.693	-205.538	-90.476	-380.474	-449.862	-2.135.062
EPE2	-613.301	-540.228	-329.473	-94.832	-794.807	-378.322	-2.750.966
RMI1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	86.312
RMI2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	878.297
Proporção de ΔGOR - %							
SFI1	34,0	-6,0	95,0	170,0	0,0	0,0	29,1
SFI2	112,4	-56,7	161,4	381,8	16,8	165,7	84,2
LPI1	13,3	46,2	11,4	171,9	5,7	117,7	29,7
LPI2	33,2	32,0	10,9	113,3	2,1	116,7	34,6
EPE1	-17,8	-30,6	-30,2	-48,1	-39,3	-89,4	-30,1
EPE2	-17,8	-41,8	-48,4	-50,4	-82,0	-75,2	-38,8
RMI1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1,2
RMI2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	12,4
Capacidade total de explicação							
Máxima	127,9%	9,5%	142,6%	505,6%	-16,8%	208,2%	101,1%
Mínima	29,6%	-66,6%	57,6%	232,9%	-80,0%	27,3%	21,2%
Conservadora	29,6%	9,5%	76,2%	293,8%	-33,6%	28,3%	29,9%
Abrangente	108,0%	-41,2%	142,6%	505,6%	-16,8%	194,0%	96,1%

Fonte: Elaboração própria

A única ressalva importante a ser feita quanto ao período mais extenso de 1990 a 1996 relaciona-se com o comportamento dos dados da Acesita. Uma queda abrupta, na ordem de R\$ 538 milhões, na GOR do ano de 1996, comprometeu expressivamente a utilização dos dados desta empresa. A análise dos balaços demonstra claramente que o resultado operacional daquele ano é certamente inconsistente quando comparado aos anos anteriores. Enquanto os resultados encontrados para o total do setor considerando a Acesita apresentam um potencial máximo de explicação de 101%, um mínimo de 21%, o mesmo resultado setorial, excluindo a Acesita, apresenta um potencial de explicação para os eventos exógenos de 91,6% para explicação máxima, 13,8% para mínima e 22,7% e 84,9% para as explicações conservadora e abrangente, respectivamente.

O exercício de alongamento do período analisado indica que a metodologia de cálculo, ao menos no caso da siderurgia, não é muito sensível à definição desse período. Mais do que isso, em decorrência da deterioração das condições de rentabilidade em 1995 e 1996, o

exercício indica surpreendentemente um pequeno aumento da parcela de Δ GOR explicada pelo conjunto de eventos exógenos. De todo modo, o fato é que as características dos eventos aqui analisados indicam que as intercorrências de efeitos endógenos e exógenos tende a aumentar com a avaliação do período analisado, e desta forma, a utilização de período tão curto quanto possível é desejável para o atingimento do objetivo de isolar os efeitos de um tipo de evento.

5.2 - Petroquímica

Para a Petroquímica também foi feito esforço de análise para dois períodos distintos. A definição destes dois períodos foi limitada pela disponibilidade de dados destas empresas. Foram analisados os períodos de 1991 a 1995 e 1991 a 1996.

Os resultados encontrados foram classificados de três formas: Explicação ‘máxima’, que a soma algébrica dos maiores valores dos indicadores encontrados, ‘mínimo’ que é exatamente o oposto, a soma dos menores valores encontrados. E a versão ‘abrangente’ que é a versão considerada mais apropriada para os fins do estudo, que soma *EPB2*, *RPE1* e *RM11*.

Observando os resultados encontrados, descritos na tabela 5.6 percebemos que de forma agregada o resultado para as empresas do setor é menor que o encontrado para a siderurgia. E varia substancialmente entre as empresas analisadas.

Para a Petroflex, ficam evidentes os ganhos obtidos por esta empresa com os aumentos no preço da borracha eSBR, seu principal produto. A empresa, até 1992 tinha como única concorrente nacional no mercado de borrachas sintéticas a Coperbo. Após adquirir esta empresa em 1993, a empresa torna-se monopolista no suprimento doméstico de elastômeros, com elevada participação no mercado nacional, conforme o gráfico 5.2.

Tabela 5.4

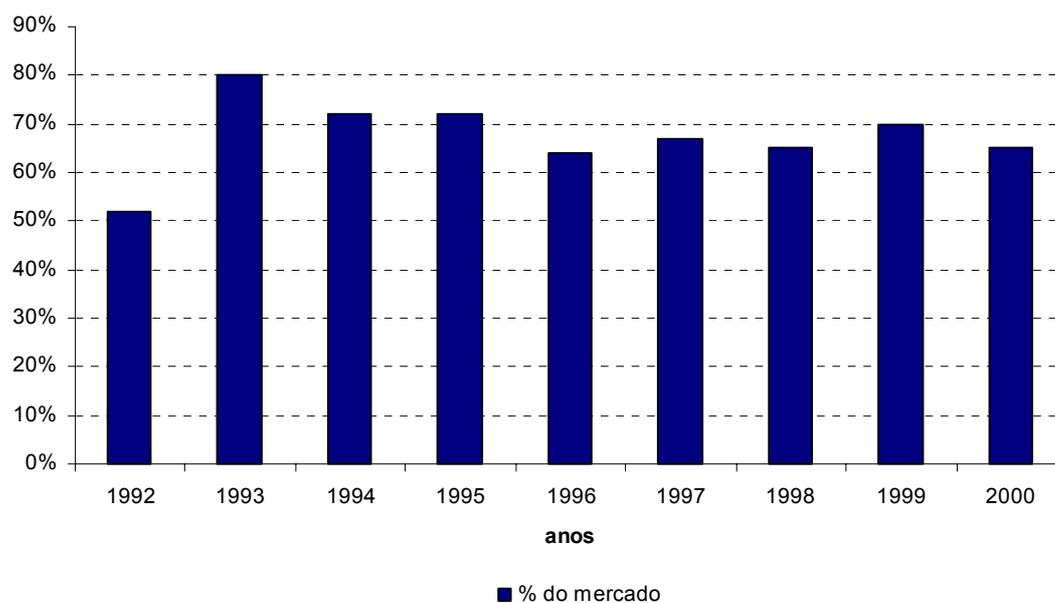
Petroquímica - Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização no Período de 1991-1995

Indicador	Petroflex	Copesul	PQU	Total
	Valor absoluto – milhares de R\$ de 31.12.2006			
Δ GOR	92.077	68.273	139.266	299.616
EPB1	297.208	0	0	297.208
EPB2	183.695	0	0	183.695
EPE1	-2.401	-77.520	-5.294	-85.215
EPE2	-9.976	-81.223	-9.591	-100.790
RMI 1	-26.727	36.384	111	9.768
	Proporção de Δ GOR - %			
EPB1	322,8	0,0	0,0	99,2
EPB2	199,5	0,0	0,0	61,3
EPE1	-2,6	-113,5	-3,8	-28,4
EPE2	-10,8	-119,0	-6,9	-33,6
RMI 1	-29,0	53,3	0,1	3,3
	Capacidade total de explicação			
Máxima	291,1%	-60,3%	-3,7%	74,0%
Mínima	159,6%	-65,7%	-6,8%	30,9%
Abrangente	167,9%	-60,3%	-3,7%	36,1%

Fonte: Elaboração própria

Gráfico 5.2 – Market-share da Petroflex no mercado de borrachas do Brasil de 1992 a 2000

Market-share da Petroflex no mercado de borrachas do Brasil de 1992 a 2000

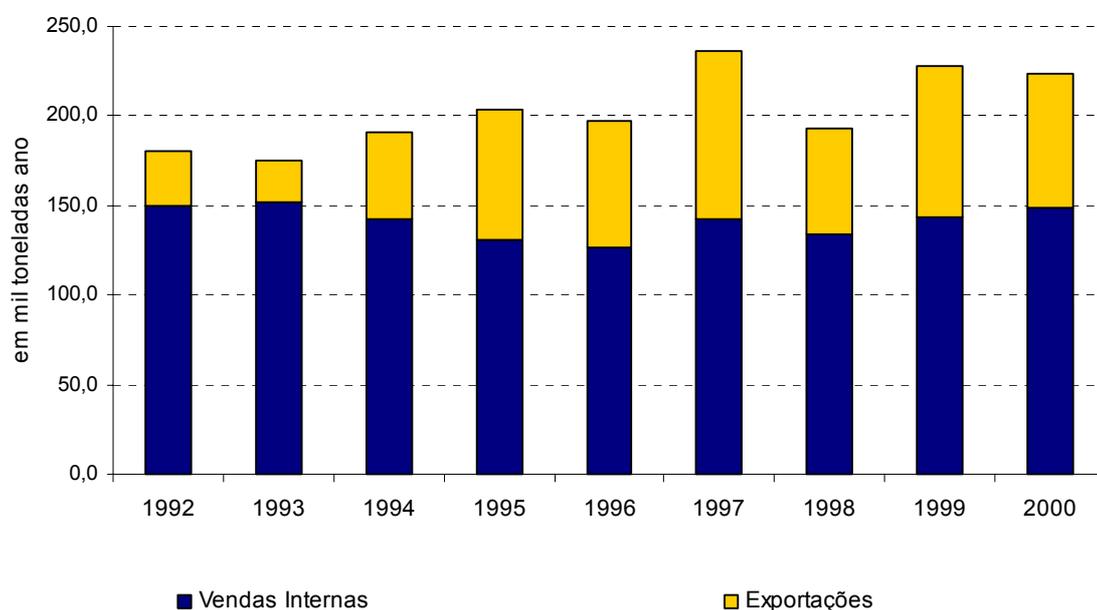


Fonte: Petroflex, 2002

Com o aumento dos preços da borracha substancialmente acima das variações de preços do setor industrial, conforme gráfico 5.4, a empresa conseguiu ampliar suas margens de lucro, mesmo que para isso, tivesse que adotar uma redução de suas vendas no mercado interno (ver gráfico 5.3). Nem mesmo a abertura da economia e a progressiva redução das tarifas de importação, que estão demonstradas no gráfico 5.5 foram suficientes para reduzir os ganhos advindos da alta dos preços de elastômeros. Nossa metodologia de cálculo capta do aumento do preço da borracha na rentabilidade da Petroflex por meio dos elevados percentuais de participação do indicador EPB na *GOR*, situando em valores acima de 190%. Por estas razões consideramos que a participação negativa do evento *RMI* (29%) foi uma decisão deliberada da empresa em favor da redução de quantidade vendida ao mercado interno. Os valores de EPE se mantêm em patamares baixos, resultado da menor inclinação da empresa ao mercado internacional e também das perdas com a apreciação cambial ocorridas no período.

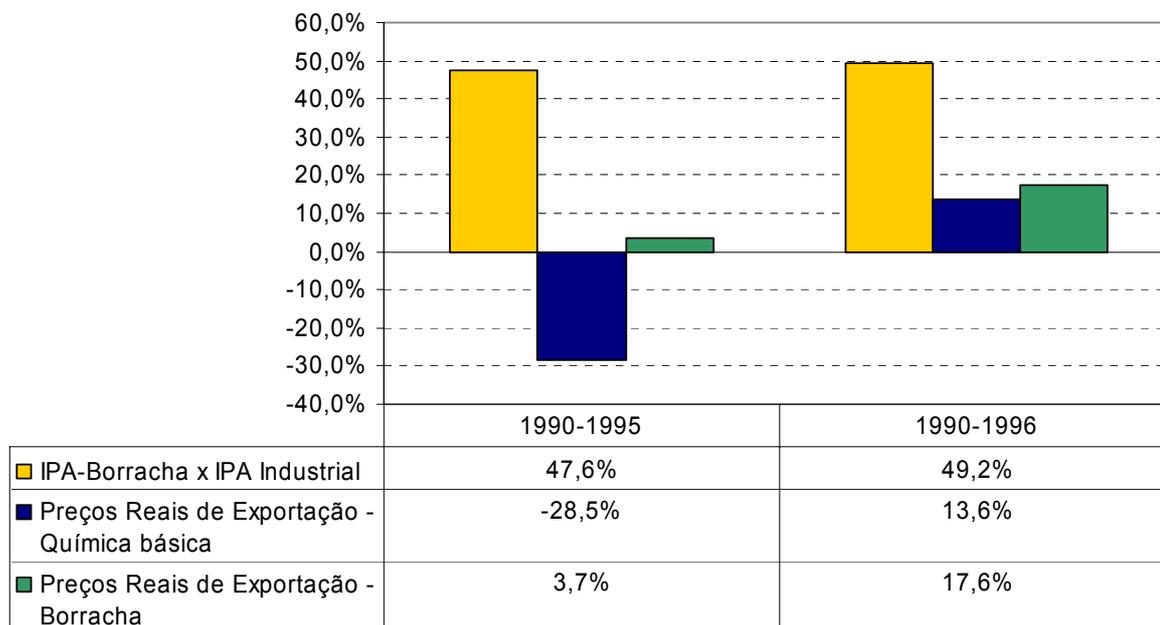
Gráfico 5.3

Vendas de Borracha eSBR da Petroflex no período de 1992 a 2000



Fonte: Petroflex, 2002

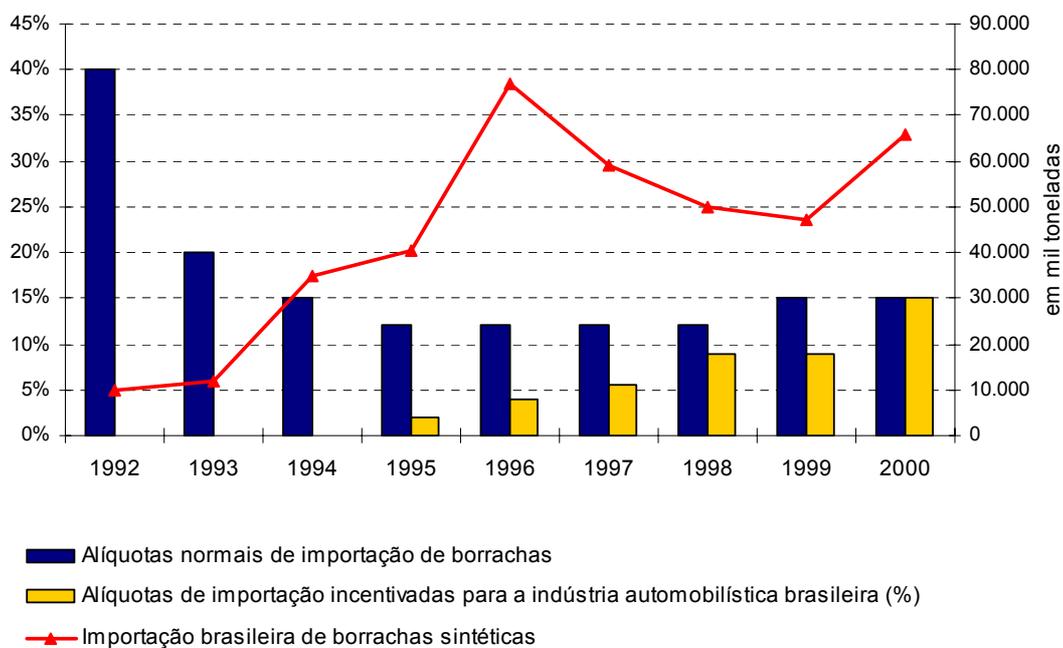
Gráfico 5.4 - Comportamento de IPA – OG Industrial e setorial (Cálculo de VPE)



Fonte: FGV Dados e European Chemical News

Gráfico 5.5

Alíquotas e volumes de importações de borrachas no Brasil de 1992 a 2000



O gráfico 5.4 ilustra o comportamento dos preços internos e externos. É nítido perceber a baixa participação do evento EPE (cerca de -113%) na GOR para a Copesul, o que deriva em sua maioria da alta participação das exportações desta empresa, quando comparada com as duas outras estudadas, o que torna os efeitos da apreciação cambial do período mais expressivos para esta e não para aquelas já que a elevação dos preços em dólar não foi suficiente para compensar as perdas em moeda nacional agravada pela valorização da moeda.

Para a Copesul percebe-se participação relativamente alta de RMI (53%) enquanto que para a PQU as baixas participações de RMI indicam a inexistência de uma recuperação do mercado interno, de maneira que não se percebe alterações significativas nas quantidades vendidas e nos preços médios praticados.

Tabela 5.5

Petroquímica - Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização no Período de 1991-1996

Indicador	Petroflex	Copesul	PQU	Total
	Valor absoluto – milhares de R\$ de 31.12.2006			
Δ GOR	63.582	-62.016	-28.196	-26.629
EPB1	307.198	0	0	307.198
EPB2	168.807	0	0	168.807
EPE1	-11.537	37.075	2.532	28.069
EPE2	-44.024	22.718	1.787	-19.519
RMI 1	-43.645	-17.527	1.024	-60.147
	Proporção de Δ GOR - %			
EPB1	483,1	0,0	0,0	-1.153,6
EPB2	265,5	0,0	0,0	-633,9
EPE1	-18,1	-59,8	-9,0	-105,4
EPE2	-69,2	-36,6	-6,3	73,3
RMI 1	-68,6	28,3	-3,6	225,9
	Capacidade total de explicação			
Máxima	396,4%	-8,4%	-10,0%	-334,7%
Mínima	127,6%	-31,5%	-12,6%	-1033,1%
Abrangente	178,7%	-31,5%	-12,6%	-513,4%

Fonte: Elaboração própria

Quando a análise para o caso petroquímico é estendida até o ano de 1996, o resultado encontrado é pouco razoável. A elevada participação de EPB, em níveis acima de 250% acaba por distorcer os valores encontrados para o somatório das empresas. Os elevados

percentuais para a capacidade de explicação são resultados de um Δ GOR muito baixo no período e com sinal negativo. Sendo as variáveis explicativas positivas, o resultado na participação será negativo. O que se percebe de 1995 para 1996 é um agravamento das condições de rentabilidade das petroquímicas, que resultam em variações em GOR muito abaixo dos valores encontrados em 1995.

5.3 - Embraer

Pelos motivos expostos no capítulo 4, para a Embraer somente foram calculados os impactos do saneamento financeiro precedente à privatização. Este evento pode ser calculado com base em duas taxas de juros alternativas. Uma que considera apenas os passivos sobre os quais efetivamente incidem encargos financeiros, e outra, que considera o total dos passivos da empresa. Vale lembrar que esta mesma distinção não foi feita no cálculo do *SFI* para a siderurgia, pela menor disponibilidade de dados para as empresas daquele setor.

Tabela 5.6

Embraer - Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização no Períodos de 1993-1996 e 1993 a 1998

Indicador	Embraer 1993-96		Embraer 1993-98	
	Valor absoluto R\$ de 31.12.2006	Proporção de Δ GOR (em %)	Valor absoluto R\$ de 31.12.2006	Proporção de Δ GOR (em %)
Δ GOR	288.587	-	737.120	-
SFI1	109.813	38,0	109.813	14,9
SFI2	47.121	16,3	194.729	26,4
SFIO1	145.465	50,4	145.465	19,7
SFIO2	25.707	8,9	207.326	28,1
Capacidade total de explicação				
Máxima	50,4%		28,1%	
Mínima	8,9%		14,9%	
Conservadora	38,1%		14,9%	
Abrangente	8,9%		28,1%	

Fonte: Elaboração própria

Para a Embraer foram analisados dois períodos distintos. A definição destes dois períodos se deu basicamente porque o aumento de geração de caixa nesta empresa começa a ocorrer no

ano de 1996. Desta forma, realizar o exercício de análise até o ano de 1998 permite perceber o aumento da geração de caixa neste período maior.

Para o período de 1993 a 1996 percebemos que o grau de explicação dos eventos exógenos sobre o aumento da geração operacional de caixa vai de um máximo de 50,4% a um mínimo de 8,9%. Estes valores constituem evidência inequívoca da importância do saneamento financeiro para a Embraer no período imediatamente após a privatização.

Comparando os resultados de 1993 a 1996 com os resultados de 1993 a 1998, percebemos uma elevação significativa na geração operacional de caixa da empresa, havendo expressiva redução do percentual explicativo das variáveis *SFII* e *SFIO1*. Neste caso, havendo aumento da GOR, haverá correspondente diminuição do percentual explicativo.

Quanto ao aumento do percentual explicativo das variáveis *SFI2* e *SFIO2*. Isto se deve fundamentalmente à redução das taxas de juros em 1998, ocasionando aumento em ΔTJI e ΔTJO , que passaram de 10,7% e 19,1% em 1996 para 4,3% e 6,1% em 1998, respectivamente.

Capítulo 6 – Conclusões

O objetivo geral desta dissertação foi identificar e avaliar quantitativamente os fatores exógenos à mudança de propriedade que influenciaram a rentabilidade das principais empresas privatizadas na fase manufatureira do PND. Os resultados encontrados, sintetizados na tabela 6.1, sugerem que a participação dos efeitos exógenos tratados no estudo variou significativamente entre os setores analisados e entre os diferentes grupos de explicação, mas foi quase sempre bastante importante.

Tabela 6.1

Total geral - Variação da Rentabilidade e Indicadores de Efeitos Exógenos à Privatização nas Empresas Pesquisadas

Empresa/setor	Período-base	Δ GOR	em milhares de R\$ de dezembro de 2006			
			Explicações			
			Máxima	Mínima	Conservadora	Abrangente
Acesita		721.650	125,4%	71,2%	71,2%	123,7%
Açominas		1.177.495	103,1%	47,7%	49,6%	100,2%
Cosipa		1.729.665	7,9%	-15,1%	7,9%	0,8%
CSN	1990-1994	3.816.511	112,9%	25,6%	29,4%	107,0%
CST		1.114.173	-1,2%	-38,9%	-15,0%	-1,2%
Usiminas		765.491	149,6%	13,2%	22,4%	142,5%
Siderurgia		9.324.986	81,8%	19,4%	25,5%	80,5%
Embraer	1993-1998	737.120	50,4%	8,9%	38,1%	16,3%
Copesul		68.273	-60,3%	-65,7%	-65,7%	-60,3%
Petroflex	1991-1995	92.077	291,1%	159,6%	159,6%	167,9%
PQU		139.266	-3,7%	-6,8%	-6,8%	-3,7%
Petroquímicas		299.616	74,0%	30,9%	30,9%	36,1%
Soma		10.361.723	82,1%	16,5%	25,5%	73,2%

Fonte: Elaboração própria

O setor siderúrgico foi o que experimentou maior aumento da geração operacional de recursos, o que se explica, em parte, pelo porte das empresas que compõem o setor, juntamente com a quantidade maior de empresas estudadas. O total da variação em GOR explicado pelos efeitos exógenos varia de um mínimo de 19% ao máximo de 82%. Pelas razões já discutidas, o estudo aponta como resultado mais consistente o valor de 81% encontrado na explicação abrangente.

A Embraer, mesmo considerada isoladamente, apresentou uma maior variação da geração operacional de recursos do que o conjunto de empresas petroquímicas estudadas. Não obstante, nela os eventos exógenos mostraram-se menos importantes na explicação do total da variação na geração operacional de recursos. Evidentemente, o fato se relaciona com a existência de apenas um efeito exógeno calculado e, em particular, com a impossibilidade de se traçar quantitativamente os efeitos da mudança de esquemas de financiamento.

Para o setor petroquímico, a variação da geração operacional de recursos situou-se em níveis muito mais modestos, sendo o total das participações dos eventos exógenos na variação da GOR de cerca de 36% para o setor como um todo, em nossa melhor avaliação. No caso de duas das empresas estudadas – Copesul e PQU – os eventos exógenos identificados chegam a ser, em seu conjunto, deletérios à rentabilidade. Pode-se entender, portanto, porque a desestatização no setor petroquímico não é tão habitualmente referida como exemplo do sucesso das privatizações.

Para o conjunto das empresas analisadas, a participação dos eventos exógenos na variação da GOR foi de 73% para a explicação abrangente (considerada mais adequada para os fins deste estudo). Os demais níveis de agregação expressaram potencial explicativo das variações em GOR nos montantes de 16% para explicação mínima, 82% para a máxima e 25% para a conservadora.

Como se discutiu na seção 5.1, a maior parte da diferença entre esses critérios alternativos de agregação deve ser atribuída à discrepância entre as duas variantes do cálculo dos efeitos do saneamento financeiro das siderúrgicas previamente à privatização. Mais especificamente, 47 dos 48 pontos percentuais de diferença entre as explicações conservadoras e abrangentes devem-se à disparidade entre SFI1 e SFI2. Vale recordar que SFI2 incorpora em seu cálculo os efeitos da redução na taxa de juros que pode ser inferida dos demonstrativos contábeis entre o ano anterior e o posterior à plena privatização da siderurgia. Esse indicador permite

isolar os efeitos de uma variável sobre a qual a influência da gestão é limitada e, além disso, depurar a variação da GOR dos efeitos da subindexação contábil em 1990. Por essas razões, pode ser considerado um indicador mais apropriado ao objetivo de traçar os efeitos de eventos exógenos à mudança de propriedade sobre a rentabilidade das empresas privatizadas.

De toda maneira, é importante frisar que a metodologia de cálculo dos efeitos de eventos exógenos desenvolvida nesta dissertação não se pretende exaustiva. Outros eventos exógenos podem ter impactado a rentabilidade das empresas, tanto positivamente quanto negativamente. Se admitirmos que o efeito geral desses eventos exógenos não computados seja neutro, podemos tratar o resíduo entre a variação total de GOR e a variação explicada pelos eventos exógenos detalhados na dissertação como um indicador de importância de eventos vinculados à mudança de gestão e, mais ainda, da eficiência interna. Nessa perspectiva, segundo nossa melhor avaliação, o efeito dos eventos endógenos explicaria um aumento de R\$2,8 bilhões (a preços de dezembro de 2006) na GOR das dez empresas estudadas⁵⁹.

Portanto, diante destes resultados, a pesquisa confirmou as duas hipóteses iniciais: 1) A rentabilidade das empresas está sujeita a influências diversas e não pode ser associada apenas à eficiência interna; e 2) praticamente todos os setores privatizados, em maior ou menor grau, sofreram a influência de eventos exógenos em seus resultados econômico-financeiros.

Dentre os eventos exógenos analisados, por outro lado, o saneamento financeiro, a liberação dos preços domésticos e a recuperação do mercado interno foram os três fatores que contribuíram para o aumento de rentabilidade no período estudado. Em contrapartida a deterioração do mercado internacional e a apreciação cambial prejudicaram a rentabilidade das empresas, deprimindo os preços de exportação por elas praticados.

Com respeito ao tratamento das relações entre aumento de eficiência e estruturas de mercado proposto no capítulo 1, as conclusões que se obtêm do estudo são menos taxativas do que se poderia imaginar. Partimos da dificuldade de enquadrar as empresas nas estruturas de mercado existentes: se, de um lado, estas se apresentam como estruturas concentradas no mercado nacional, de outro, enquadram-se numa estrutura mais competitivas se pensarmos

⁵⁹ Seguindo a mesma linha de raciocínio, mas agora tomando-se o resíduo entre a variação total e a explicação máxima pelos eventos exógenos, a mudança de gestão responderia por um aumento de pelo menos R\$1,9 bilhão na GOR das dez empresas.

em todos os competidores possíveis para o mercado. O estudo considera que o melhor enquadramento para as empresas analisadas são as estruturas de mercado concentradas, especificamente, oligopólios⁶⁰. Esta escolha sustenta-se na justificativa de que os mercados estudados são não apenas concentrados em nível nacional, mas também as empresas possuem poder de barganha no mercado em que atuam e, além disso, os custos são crescentes e não decrescentes como propõe o modelo de referência para a análise de mercados competitivos.

Ao contrário do que ocorre em mercados competitivos, quando tratamos de empresas em estruturas de mercados concentradas, como monopólios e oligopólios, é mais coerente supor que o controle estatal seja distributivamente mais eficiente, ainda que sujeito a perdas de eficiência produtiva.

Para os monopólios, é esperado que as empresas privadas trabalhem num nível de produção tal que receita marginal seja igual ao custo marginal e o lucro seja máximo. Essa restrição de oferta implica excesso permanente de demanda. Para as estatais, admite-se, porém, nível de produção onde as quantidades atendam a demanda a preços mais baixos que os praticados em monopólio privado. É coerente supor que havendo privatização, a empresa monopolista trafegue na direção contrária e passe a auferir maiores. Por esta razão, estudos de caso indicam que a evidência inequívoca de que as empresas privatizadas seriam mais rentáveis deve-se principalmente à limitada competição no mercado em que atuam.

Os resultados encontrados para as variáveis RMI e EPB evidenciam este comportamento⁶¹. A alta de preços no período pós-privatização sugere duas conjecturas básicas: 1) o preço praticado pelos proprietários privados é mais elevado que os preços praticados em monopólio estatal, pela própria dinâmica de mercados concentrados; e 2) a manutenção de preços estatais abaixo dos competitivos poderia ocasionar prejuízos para as empresas, que recorrentemente necessitariam de aportes de recursos estatais para equilíbrio das contas. Isto pode ser considerado subsídio, o que implica redução do bem-estar agregado, dada a transferência de renda para as estatais deficitárias.

A análise de privatização de monopólios parece refletir adequadamente o comportamento da Petroflex, que tem sua estratégia mais direcionada à obtenção de lucros mesmo que com

⁶⁰ No caso da Embraer, mesmo o mercado mundial é inequivocamente oligopolizado.

⁶¹ Respectivamente num oligopólio doméstico – como siderurgia – e num monopólio nacional sujeito a certa contestação por importações – como a indústria de borracha sintética.

redução do suprimento doméstico. A empresa se insere num oligopólio mundial, no qual o preço limite era dado pelo custo do produto importado. Desta maneira, a empresa passou a exercitar seu poder de mercado, que aparentemente não foi compensado pela abertura às importações no setor de elastômeros.

Para as siderúrgicas, é mais difícil chegar a conclusões mais taxativas. Há motivos para supor que para elas a expansão da lucratividade se deu juntamente com aumentos nas quantidades vendidas. O aumento de produção foi resultado de eventos exógenos à gestão, como aumento de renda dos consumidores e expansão da demanda por aço. Estes eventos, de natureza exógena, não podem ser atribuídos à empresa como uma decisão deliberada, mas demonstraram apenas o acompanhamento de uma demanda em expansão.

De maneira geral, o estudo obteve sucesso em demonstrar que os efeitos de eventos não diretamente relacionados à propriedade exercem influência sobre o desempenho das empresas. Não se descarta a melhoria em produtividade e gestão obtida a partir da transferência de controle, principalmente em virtude da redução dos problemas de agência e fim do uso destas empresas como instrumentos de política econômica pelos governos. Contudo, fica evidente que a relação entre lucratividade e propriedade é menos direta que usualmente se supõe e que eventos exógenos respondem por parcela significativa da melhoria no desempenho das empresas.

Referências Bibliográficas

ABRANCHES, S. Privatização, mudança estrutural e regulação: uma avaliação do programa de privatização no Brasil. In: VELLOSO, J. P. R. (Ed) *A crise mundial e a nova agenda do crescimento*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1999.

ACESITA, *Relatório de atividades 2005*. Acesita, março, 2006

AÇOMINAS, *Relatório de atividades 2005*: Gerdau Açominas, janeiro, 2006

ALMEIDA, M. W. Uma reavaliação das privatizações em países europeus. *Análise Econômica*, ano 7, n. 12, p. 63-90, 1989.

ANDRADE M. L. A. ;CUNHA L. M. S. *O Setor Siderúrgico*. Rio de Janeiro: [s.n.], 2002. (BNDES 50 anos – Histórias Setoriais).

ANUATTI NETO; F. BAROSSO FILHO; M. CARVALHO, A. G.; MACEDO, R. Os efeitos da privatização sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas privatizadas. *Revista Brasileira de Economia*, v. 59, n.2, p. 151-175, abril/junho, 2005

ARMSTRONG, M. Privatization, regulation and competition. In *Competition commission and the competition tribunal of South África*. Oxford: Nuffield College, 2003, (Anais Competition and Development).

BERNARDES, R. *O caso Embraer: privatização e transformação da gestão empresarial: dos imperativos tecnológicos à focalização no mercado*. São Paulo: Hucitec, 2000a.

BERNARDES, R. Redes de inovação e cadeias produtivas globais: impactos da estratégia de competição da Embraer no arranjo aeronáutico da região de São José dos Campos. In CASSIOLATO, J. e LASTRES, H. (Ed.) *Arranjos e sistemas produtivos locais e as novas políticas de desenvolvimento industrial e tecnológico*. Rio de Janeiro: UFRJ/IE/GEI, 2000b.

BNDES. *Privatização: a experiência da BNDESPAR no período de 1987-89*. Rio de Janeiro, 1991.

BNDES. *Setor siderúrgico no Brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: Gerencia setorial de mineração e metalurgia, 1997.

BNDES. *Impactos da privatização no setor siderúrgico*. Rio de Janeiro: Gerencia setorial de mineração e metalurgia, 2000.

BNDES. *Privatização no Brasil 1990-1994 e 1995-2002*. Rio de Janeiro: Área de desestatização e reestruturação, 2002.

BNDES. *Relatório de atividades 2003*. Rio de Janeiro: Programa Nacional de Desestatização, 2003

BNDES. *Relatório de atividades 2005*. Rio de Janeiro: Programa Nacional de Desestatização, 2005

BORLOTTI, B SINISCALCO, D. e FANTINI, M. *Privatisation and institutions: a cross country analysis*. Turim, outubro de 2000. Paper.

CARVALHO, M. A. S. *Privatização, dívida e déficit públicos no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA, 2001. (Texto para discussão n. 847).

CHAGAS JUNIOR, M. F. *A evolução dos modelos de gestão do processo de inovação tecnológica nas firmas: o caso Embraer*. Dissertação (Mestrdo) - ITA/CTA, São José dos Campos, 2005.

CHAN, B. L.; CORRAR L. J. ; MARTINS G. A. Avaliação da privatização brasileira sob a ótica do desempenho operacional e financeiro. In: *Enanpad* [s.n.], 2003.

CHONG, A. ; LOPEZ-DE-SILANES, F., *The truth about privatization in Latin America*. Washington: Inter-american development bank, 2003. (Research network working paper R-486).

COSTA, C. *Uma análise dos impactos da privatização sobre o desempenho das empresas alienadas na década de 80*. Rio de Janeiro: FEA/UFRJ, 1994 (Texto Discente, 20).

COUTINHO, L. ; FERRAZ, J.C. (orgs) *Estudo da competitividade da indústria brasileira*. São Paulo: Papirus, 1994.

CROSSETTI, P. A ; FERNANDES, P. D, Para onde vai a china? o impacto do crescimento chinês na siderurgia brasileira. *BNDES Setorial*, n. 22, p. 151-204, setembro 2005.

CST, *Relatório de atividades 2004*. Vitória: Companhia Siderúrgica de tubarão, 2005.

DONNISON, D. The progressive potential of privatisation. In LEGRAND, J. and ROBINSON, R. (Ed.), *Privatisation and the Welfare State*. London: Unwin, 1984.

FARIA, L. V; CAMPELO Jr. Siderurgia: privatização que deu certo. *Conjuntura Econômica*, v.50 n.10, p 26-33, outubro 1996.

FEIGENBAUM, H.B ; HENING, J.R. The political underpinnings of privatization: a typology. *World Politics*, v. 46, n.2, p. 185-208, janeiro 1994.

FERSHTMAN, C. The interdependence between ownership status and market structure: the case of privatization. *Economica*, New Series, v. 57, n. 227, p. 319-328, agosto 1990.

GLOMM, G; MENDEZ, F. *Does inefficiency justify privatization? the case of intermediate industry monopolies*. [s.l.], setembro 1994. Mimeo

GOLDSTEIN, A. From national champion to global player: explaining the success of Embraer, Oxford: University of oxford centre brasilian studies, 2001. CBS-17p. (Working paper series).

GOLDSTEIN, A. Embraer: de campeão nacional a jogador global. *Revista da cepal*, n.77, p. 101-121, agosto 2002.

GOMES, G.; DVORSAK, P; HEIL, T. Indústria petroquímica brasileira: situação atual e perspectivas. *BNDES Setorial*, n. 21, p. 75-104, março, 2005

HIRATUKA C. ; GARCIA R. e SABBATINI R. A indústria petroquímica brasileira: limites e possibilidades nas configurações produtivas globalizadas, In FURTADO J. (Ed.). *Globalização e cadeias produtivas do Brasil*. São Carlos: EdUFSCar, 2003.

HOOD, C. A public management for all seasons? *Public Administration*, v. 69, p. 3-19, 1991.

JENSEN, M.C; MECKLING W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, outubro 1976.

KAY, J.A. ; THOMPSON, D.J. Privatisation: A policy in search of rationale. *The Economic Journal*, v. 96, n. 381, p. 18-32, março 1986.

KIKERI, S.; NELLIS, J.; SHIRLEY, M. *Privatization: the lessons of experience*. Washington, D.C.: World Bank, 1992.

KOLDERIE, T. The two different of privatization. In GAYLE, J e GOODRICH, J.N. (orgs). *Privatization and deregulation in global perspective*. New York-Westport: Quorum Books, 1990 p. 24-34

LAFFONT, J.J. Privatisation et incitations. *Revue économique*, v.47, n.6, p. 1239-1251, novembro 1996.

LIMA, E.C.P. Privatização e desempenho econômico: teoria e evidencia empírica, in *Financiamento do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: IPEA, 2000. p. 211 a 246.

LUNDQVIST, L. Privatization: towards a concept for comparative policy analysis, *Journal of Public Policy*, v. 8, p.1-19, 1988.

MANZETTI, L. The political economy of privatization through divestiture in lesser developed economies, *Comparative Politics*, v. 25, n. 4, p. 429-454, julho 1993.

MARTINEWSKI, A. L. *Mudanças no controle gerencial de empresas brasileiras estatais e privatizadas: estudo de casos*. Tese (doutorado) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Outubro 2003.

MATIAS, A. B, FIGUEREDO FILHO, A.D. e ROSIFINI Jr, V. *Impactos da privatização na gestão financeira da empresa*. [s.l.] Trabalho apresentado no III Semead.

MATOS FILHO, J. C.; OLIVEIRA, C. W. *O processo de privatização das empresas estatais brasileiras*. Rio de Janeiro: IPEA, 1996. (Texto para discussão n. 422).

MEGGISON, W.L. NASH R.C.; RANDENBORGH, M. The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis. *Journal of Finance*, v. 49, n.2, p. 403-452, 1994.

MEGGINSON, W. L.; NETTER, J. M. From state to market: A survey of empirical studies of privatization. *Journal of Economic Literature*, v.39, p.321–389, 2001.

MELLO, M.F. *Privatização e ajuste fiscal no Brasil*. Rio de Janeiro: PPE, 1994.

MENDONÇA, M. *Incentivos ao Adensamento da Cadeia Produtiva da Embraer*. São José dos Campos, 1997.

MENEZES A. M. F; FONSECA M. J. M. (2003) A mundialização do capital e seus rebatimentos na economia brasileira: análise dos processos de abertura econômica e de privatização. *Revista Bahia Análises & Dados*, Salvador, v.13, n.1, p. 9-21, junho 2003.

MONTENEGRO, R. S. P, *O setor petroquímico*. Rio de Janeiro: Gerência setorial petroquímica, BNDES, 2002.

NESTOR, S., MAHBOODI, L. Privatization of public utilities: the OECD experience. In: PINHEIRO, A. C.; FUKASAKU, K. (Ed.) *Privatization in Brazil: the case of public utilities*. Rio de Janeiro: BNDES/OECD, 2000. Mimeo

NUNES, R. C.; NUNES, S. P.P. Privatização e ajuste fiscal: a experiência brasileira. *Planejamento e políticas públicas*, n.17, p. 171-211, junho 1998.

OLIVEIRA F.L.J. e LIMA A. V. *Estudo de empresas brasileiras privatizadas no período de 1991-1997 sob a ótica do valor adicionado*. USP, São Paulo, 2002. Seminário

PÁDUA NETO, A., SOUZA, N. V.; BARRETO, R. M. Cadeia produtiva petroquímica: ressurge o debate. *Revista Bahia análise & dados*, v.13, n.3, p. 665-675, dezembro 2003.

PASSANEZI FILHO, R. *Saneamento Financeiro e Privatização da Siderurgia Brasileira*. Dissertação (mestrado) – Unicamp, Campinas, 1992.

PAULA, G. M. *A privatização da indústria siderúrgica brasileira*. Campinas: Convênio FUNDAP/FECAMP/IE-Unicamp, 1995. (Relatório de pesquisa do projeto “Grupos econômicos da indústria brasileira e a política econômica: estrutura, estratégias e desafios”).

_____. *Privatização e Estrutura de Mercado na Indústria Siderúrgica Mundial*. Tese (Doutorado) - UFRJ, Rio de Janeiro, 1998.

_____. *Estudo da competitividade de cadeias integradas no Brasil: impactos das zonas de livre comércio, cadeia: siderurgia*, Campinas, dezembro, 2002.

PEGO FILHO, B., LIMA, E.C.P e PERERIRA, F *Privatização, ajuste patrimonial e contas públicas no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA, 1999. (Texto para discussão n. 668).

PETROFLEX. *Petroflex: 10 anos de privatização*. Rio de Janeiro, 2002.

PINDICK R. e RUBINFELD, D.L. *Microeconomia*, 4. ed. São Paulo: Makron Books, 1999

PINHO, M. S. *Reestruturação produtiva e inserção internacional da siderurgia brasileira*. Instituto de economia. Tese (Doutorado) - Unicamp, Campinas, 2001.

PINHO M. e SILVEIRA J. M. F. J. Os Efeitos da Privatização sobre a Estrutura Industrial da Siderurgia Brasileira. *Economia e Sociedade*, n. 10, p. 81-109, junho 1998a.

_____. Privatização e estratégias corporativas: uma análise da experiência brasileira no período 1990-1994. *Nova Economia*, v. 8, n. 2, p. 109-129, dezembro 1998b.

_____. *Privatização, Estratégias Empresariais e Estrutura Industrial*. [s.l.]: IE/Unicamp, 1997. Mimeo

PINHO M.; VALLE M. R. Mudanças na Rentabilidade da Siderurgia Brasileira após a Privatização: a influência de eventos exógenos. *Economia Aplicada*, v. 4, n. 3, p. 571 – 594, 2000.

PINHEIRO A. C. A experiência brasileira de privatização: o que vem a seguir? Rio de Janeiro: BNDES, 2000. (texto para discussão 87). Texto apresentado na Segunda Conferência Anual de Desenvolvimento Global, realizada em Tóquio de 10 a 13 de dezembro de 2000.

_____. Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre a privatização no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v. 51 n. 1, p. 93-131, 1997.

_____. Impactos microeconômicos da privatização no Brasil, *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 26, n.3, p. 357-398, dezembro 1996.

_____. e GIAMBIAGI, F. As empresas estatais e o programa de privatização do Governo Collor. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 22, n. 2, p. 241-288, agosto 1992

_____. Brazilian Privatization in the 1990s. *World Development*, v. 22 n. 5, p. 737-753, 1994.

_____. Os antecedentes macroeconômicos e a estrutura institucional da privatização no Brasil. In: *A privatização no Brasil: O caso dos serviços de utilidade pública*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

PINHEIRO, A. C. e FUKASAKU, K. *Privatization in Brazil: the case of public utilities*. [s.l.]: BNDES-OCDE, 1999.

PIRES, J. C. L. A reestruturação do setor de telecomunicações no Brasil. *Revista do BNDES*, v. 6, n. 11, p. 187-214, junho 1999.

POSSAS, M. Estruturas de mercado em oligopólio. São Paulo: Huncitec, 1987.

SANTOS, A. Models of privatization and market structure, *Economia*. v. 13, n.1, janeiro 1989. Lisboa.

SANTOS, D. T. Padrão de mudança econômica das empresas químicas e petroquímicas mundiais. *Ensaio FEE*, v. 27, 2005.

SAPPINGTON, D. E. M. e STIGLITZ, J. E. Privatization, information and incentives, *Journal of Policy Analysis and Management*, v.6, n.4, p.567-582, 1987.

SCHAMIS, H.E. Economia política conservadora em América Latina y Europa occidental: los orígenes políticos de la privatization. In MUNÓZ, O. (Ed). *Después de las privatizaciones hacia el estado regulador*. Santiago: CIEPLAN, 1993. p.51-71

SCHEINDER, B. R. A privatização no governo Collor: triunfo do liberalismo ou colapso do Estado desenvolvimentista? *Revista de Economia Política*, v. 12, n.1, p. 5-18, janeiro-março 1992.

_____. A política de privatização no Brasil e no México nos anos 80: variações em torno de um tema estadista. *Revista de Ciências Sociais*, v. 34, n. 1, p.21-51, 1991.

_____. *Politics within the State: elite burecrats and industrial policy in authoritarian Brazil*. Tese (Doutorado) - Princeton University, Princeton, 1987.

SCHMIDT, K.M. Incomplete contracts and privatization. [s.l]: *European Economic Review*, 1996

SCHUTTE, G. R. *A desarticulação neoliberal da petroquímica brasileira e a busca de um novo arranjo produtivo na era da globalização*, Tese (Doutorado) - USP, São Paulo, 2003.

SERRA, J. Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra. In BELUZZO; COUTINHO (Ed.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise*. [s.l.:s.n.], 1982.

SHESHINSKI E.; LÓPEZ-CALVA L. F. Privatization and its benefits: theory and evidence *CESifo Economic Studies*, v. 49, p. 429-459, março 2003.

SILVA, V. A. *O impacto das moedas de privatização sobre a dívida pública*. Dissertação (mestrado) – Unb, Brasília, 1997 (dissertação de mestrado)

SILVA, F. L SANTOS, A.; CHAN, B. L. *Uma contribuição ao estudo dos impactos da privatização à luz da demonstração do valor adicionado*. São Paulo, 2004. Mimeo.

SIMONSEN, M. H. Porque privatizar é urgente? *Revista Exame*, 10 de maio de 1995.

SMITH, A. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Oxford: Clarendon Press, 1776.

TOURINHO, O. A. F.; VIANNA, R. L. L. Avaliação e agenda do Programa Nacional de Desestatização. In: *Perspectiva da economia brasileira 1994*, Rio de Janeiro: IPEA, 1994. v.1.

VICKERS, J. e YARROW, G., *Privatization: an economic analysis*. London: MIT Press, 1988.

_____. Economic perspectives on privatization, *Journal of Economic Perspectives*, v. 5, n. 2, p. 111-132, spring 1991.

VELASCO Jr., L. *A economia política das políticas públicas: fatores que favorecerem as privatizações no período 1985/94*, BNDES, texto para discussão nº 55, Rio de Janeiro 1997.

VELLOSO, J. P. R (org) *A crise mundial e a nova agenda do crescimento*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1999.

WERNECK, R, *Empresas estatais e política macroeconômica*. Rio de Janeiro: Campus, 1987.

WERNECK R. L. F. Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v.19, n.2, p.277-308, agosto 1989.

YARROW, G. Privatization in theory and practice. *Economic Policy*, v.2, p. 324-364, 1986.