



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**Fernando Antônio Binhoti**

**A Presença do Estado Através das Empresas Estatais na Bolsa de  
Valores BM&FBovespa**

**Florianópolis, 2008**

**Fernando Antônio Binhoti**

**A Presença do Estado Através das Empresas Estatais na Bolsa de  
Valores BM&FBovespa**

Monografia submetida ao Curso de Ciências  
Econômicas da Universidade Federal de Santa  
Catarina, como requisito obrigatório para  
obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo José A. de  
Oliveira

**Florianópolis, 2008**



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**A Presença do Estado Através das Empresas Estatais na Bolsa de  
Valores BM&FBovespa**

Área de pesquisa: Mercado de Capitais

A Banca Examinadora resolveu atribuir nota ..... ao aluno Fernando Antônio Binhoti na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Data:..... /..... /.....

Banca Examinadora:

\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. Ricardo José A. de Oliveira  
Presidente

\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. ....  
Membro

\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. ....  
Membro

## **AGRADECIMENTOS**

*Agradeço a todos os amigos que de forma direta ou indireta contribuíram para a conclusão dessa fase de minha vida.*

*Agradeço aos meus pais por tudo que sou.*

*Agradeço a UFSC por abrir portas que jamais imaginei que um dia seriam abertas.*

*Não poderia deixar de agradecer também a minha namorada Simara, que transformou esses difíceis anos estudos, em algo muito mais divertido. A quem devo a conclusão dessa jornada.*

*“Nunca ande pelo caminho traçado,  
pois ele conduz somente até onde os  
outros foram.”*

*Alexandre Graham Bell*

## RESUMO

Na busca de promover o desenvolvimento rápido do país, as empresas estatais foram de fundamental importância para implantação do modelo desenvolvimentista adotado pelo Estado brasileiro. Atuando em setores onde a iniciativa privada se mostrava incapaz de gerir, ou em setores que o Estado identificava ser importantes para a segurança nacional, as empresas estatais induziram o país a um projeto de industrialização nacional. Como grandes empresas da economia brasileira, as empresas estatais predominaram entre as empresas mais negociadas em bolsa de valores. Porém com o esgotamento do modelo desenvolvimentista, e com fraco desempenho das empresas estatais, começa-se a pôr em dúvida o papel desempenhado pelo Estado na economia. O processo de privatização, entre outros objetivos, tinha como meta o fortalecimento do mercado de capitais, à medida que a propriedade acionária fosse passada para o setor privado. Entretanto, ainda hoje, as empresas estatais que sobreviveram ao processo de privatização destacam-se entre as empresas integrantes da bolsa de valores BM&FBovespa, integrando, assim, o principal indicador médio de ações, o Ibovespa. Deste modo, embora o mercado de capitais brasileiro seja considerado atualmente um mercado moderno e dinâmico, a presença ainda relevante das empresas estatais, mostra-se como um obstáculo ao seu desenvolvimento, ao passo que, não possibilita a disputa de seu controle, e expõem os participantes desse mercado as incertezas inerentes a sua administração.

**Palavras-chave:** *Estado, Empresas Estatais, Privatização, Bolsa de Valores*

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> - Investimento Previsto pelo Plano de Metas (1957/1961).....	26
<b>Tabela 2</b> – Quadro Geral das Privatizações Federais e Estaduais.....	31
<b>Tabela 3</b> – Composição e Concentração Acionária no Mercado de Ações.....	38
<b>Tabela 4</b> - Indicadores do Mercado de Ações: Composição acionária no Brasil.....	38
<b>Tabela 5</b> - Volume negociado na Bolsa de valores de São Paulo no Mercado a Vista.....	40
<b>Tabela 6</b> - Participação de Empresas Estatais no Índice Bovespa.....	44
<b>Tabela 7</b> - Participação acionária nas empresas estatais e a alocação destas nos níveis diferenciados de GC. ....	45
<b>Tabela 8</b> - Carteira das ações de empresas estatais integrantes do índice Ibovespa de 01 de janeiro 2007 a 31 de julho 2007.....	48

# SUMÁRIO

## **CAPÍTULO I**

1	INTRODUÇÃO .....	10
1.1	OBJETIVOS DO TRABALHO .....	12
1.1.1	Objetivo Geral .....	12
1.1.2	Objetivos Específicos .....	12
1.2	METODOLOGIA .....	13

## **CAPÍTULO II**

2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA - ESTADO E MERCADO .....	15
2.1	Breve histórico do pensamento econômico .....	15
2.2	A empresa estatal e o capitalismo contemporâneo .....	21

## **CAPÍTULO III**

3	AS EMPRESAS ESTATAIS E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO .....	23
3.1	O desenvolvimento econômico brasileiro .....	23
3.2	As empresas estatais como instrumentos de política econômica .....	27
3.3	O fim do modelo e as privatizações.....	29

## **CAPÍTULO IV**

4.	O MERCADO DE CAPITAIS E AS EMPRESAS ESTATAIS.....	33
4.1	O Mercado de Capitais Nacional.....	33
4.2	A trajetória das empresas estatais do mercado de capitais brasileiro.....	36
4.3	A participação das empresas estatais no índice Ibovespa.....	42
4.4	As Empresas estatais e os acionistas minoritários.....	45
4.5	Os riscos inerentes ao investimento em empresas estatais e a recente expansão dessas empresas .....	48



## **CAPÍTULO V**

5. CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	53
ANEXOS A.....	56

# 1. INTRODUÇÃO

A presença do Estado brasileiro na economia, por meio das empresas estatais, pode ser explicada em grande parte pela incapacidade ou desinteresse, por parte do setor privado nacional em realizar os investimentos necessários à implantação de determinados ramos de atividade devido à baixa rentabilidade sobre o capital investido; ou ainda pelo fato de o próprio Estado considerar essas áreas estratégicas para o desenvolvimento e/ou para a segurança nacional.

Na economia brasileira, do ponto de vista legal, existem dois tipos de empresas estatais: a empresa pública e a sociedade de economia mista. A empresa pública é uma entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com patrimônio próprio e capital exclusivo do governo, criada por lei para a exploração de atividade econômica. A sociedade de economia mista é uma entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria ao governo. (BELO, 1989, p.38)

Nessa pesquisa, será tratado apenas o segundo tipo de empresa estatal, sociedade de economia mista, mais especificamente àquelas que tenham ações negociadas na bolsa de valores BM&FBovespa.

No decorrer do longo processo de desenvolvimento da economia brasileira, as empresas estatais cumpriram um papel central enquanto responsáveis por grande parte dos investimentos executados. As empresas estatais atuando principalmente nos setores de infraestrutura, insumos básicos e serviços públicos (mineração, energia, siderurgia, petróleo, telecomunicações, transportes, portos, etc.), eram responsáveis pela parcela de empresas com maior representatividade na economia nacional. Como consequência, essas empresas estatais tinham grande participação na formação das empresas listadas na principal bolsa de valores nacional, a BMF&FBovespa.

A BM&FBovespa S.A., surgida da união da bolsa de valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias e Futuros, antes do período de privatizações inicializadas no governo Collor na década de noventa, tinha como suas principais empresas listadas a presença hegemônica de Estatais. Segundo dados da BM&FBovespa (2008), em meados dos anos noventa, pouco antes da privatização das principais empresas estatais, o Ibovespa, principal índice da BM&FBovespa, chegou a acumular no ano de 1993 em suas cinco maiores empresas uma

concentração de 75,46%, do volume movimentado por esse indicador, sendo que todas essas eram empresas estatais. São elas: Telecomunicações Brasileira S.A. (Sistema Telebrás), Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobrás), Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras), Companhia Vale do Rio Doce, Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG).

Atualmente, a presença de empresas estatais na principal bolsa de valores nacional, a BM&FBovespa S.A, ainda é de grande relevância. Assim o investidor que acredite que a influência do governo na cotação dos papéis na bolsa de valores limita-se a políticas macroeconômicas e que o mercado de capitais não sofre interferência direta do Estado, pode estar cometendo um grande erro.

Ainda que hoje o mercado de capitais brasileiro seja reconhecidamente considerado um mercado moderno e dinâmico, o seu principal instrumento, a bolsa de valores, de fundamental importância para o crescimento do país, não está protegida dos riscos absorvidos por empresas estatais listadas na Bolsa de Valores.

Mesmo que pareça pouco, segundo dados de sua demonstração de resultados do 1º Semestre de 2008 a BM&FBovespa S.A. têm, em um universo de 446 empresas listadas, 27 empresas de capital aberto controladas pelo governo. Dessas, 9 estão entre as empresas que fazem parte do principal indicador do mercado de ações, o Ibovespa, segundo carteira teórica calculada para o período de setembro de 2008 a dezembro de 2008, correspondendo a uma concentração de 28,15% deste indicador (BM&FBovespa, 2008).

Assim, se faz necessário esclarecer que a interferência política nas decisões tomadas em importantes empresas estatais, reflete, por vezes, nas cotações das ações dessas empresas. E pela importância dessas empresas na composição do índice Ibovespa pode interferir no seu desempenho.

Deste modo, o investidor deve estar atento que a influência do governo na cotação dos papéis na bolsa de valores não se limita a políticas macroeconômicas e que o mercado de capitais sofre interferência direta do Estado.

## **1.1 Objetivos do Trabalho**

### **1.1.1 Objetivo geral**

Analisar os aspectos que investidores devem observar na tomada de decisão de investimentos em empresas estatais listadas na BM&FBovespa.

### **1.1.2 Objetivos específicos**

1. Discutir o papel das empresas estatais no desenvolvimento da economia brasileira e seu uso como instrumento de política econômica.

2. Analisar a história do desenvolvimento do mercado de capitais nacional, e observar os efeitos do processo de privatização da economia na composição da carteira teórica do Ibovespa.

3. Discutir os efeitos da concentração acionária em empresas estatais, o papel do acionista minoritário, e uso de empresas estatais, atualmente, como instrumentos de política econômica, e o reflexo desse uso na tomada de decisão de investimento em empresas estatais.

4. Discutir a crescente onda de compra de grande participação em empresas de capital privado por estatais ou Holding controladas por elas, a chamada “reestatização branca”.

## 1.2 Metodologia

A pesquisa científica é o esforço dirigido para a aquisição de um determinado conhecimento, fruto de uma investigação, que propicia a solução de problemas e dúvidas, mediante a utilização de procedimentos científicos.

Para tal processo deve-se explicar qual o tipo de pesquisa a ser tratada, se será uma pesquisa empírica, com trabalho de campo ou de laboratório, de pesquisa teórica ou histórica, ou se de um trabalho que combinará, e até que ponto, as várias formas de pesquisa. “Diretamente relacionados com o tipo de pesquisa serão os métodos e técnicas a serem adotados.” (BARROS, LEHFELD, 1996, p. 14).

Conforme Gil (1999, p. 42), “pesquisa é o processo formal e sistemático de desenvolvimento do método científico. O objetivo fundamental da pesquisa é descobrir respostas para problemas mediante o emprego de procedimentos científicos”.

Sendo assim, essa é uma pesquisa de caráter descritivo e exploratório, pois tem como objetivo primordial a descrição das características de determinado acontecimento, ou seja, pesquisar determinadas variáveis que são afetadas pela participação de empresas estatais na BM&FBovespa.

Nas palavras de Vergara (2004, p. 47), “a pesquisa descritiva expõem características de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza”.

Já “a pesquisa exploratória tem por objetivo dar uma explicação geral sobre determinado fato, através da delimitação do estudo, levantamento bibliográfico, leitura e análise de documentos”. (OLIVEIRA, 2007, p. 65).

Para realizar o referencial teórico sobre o tema proposto, foi utilizada a pesquisa bibliográfica, onde buscou-se por meio de: coleta e análise dos principais trabalhos publicados, artigos, pesquisa em revistas, monografias, jornais, teses e outros textos específicos, que desenvolvam parâmetros para a análise dos resultados encontrados.

Na visão de Almeida Junior (1995, apud BRENNER; JESUS, 2007, p. 13), “a pesquisa bibliográfica é a atividade de localização e consulta de fontes diversas de informação escrita, para coletar dados gerais ou específicos a respeito de determinado tema.

Em relação ao procedimento, esse trabalho de pesquisa pretende investigar quais as características que essas empresas estatais apresentam e quais aspectos que os investidores devem levar em consideração na tomada de decisão para investimento nessas empresas. Para tal investigação o trabalho será dividido em quatro pontos principais:

- Primeiro será introduzido através de uma pesquisa documental e bibliográfica, uma abordagem teórica sobre o papel das empresas estatais no desenvolvimento da economia brasileira e seu uso como instrumento de política econômica.
- Segundo será abordado uma breve história do desenvolvimento do mercado de capitais nacional, e uma comparação entre o período que antecedeu o processo de desestatização da economia, e a evolução até os dias de hoje, na composição da carteira teórica do Ibovespa.
- Em seguida, será descrito os efeitos da concentração acionária em empresas estatais, o papel do acionista minoritário, o uso de empresas estatais, atualmente, como instrumentos de política econômica, e os efeitos que devem ser observados desse uso na tomada de decisão de investimentos em empresas estatais.
- Por último, será discutido a onda recente de compra de grande participação em empresas de capital privado por estatais ou Holding controladas por elas, a chamada “reestatização branca”, e os riscos para os setores da economia que estão sob influência desse fenômeno.

A abordagem do problema se dará de forma qualitativa. Para Raupp e Beuren (2003, p.92) “na pesquisa qualitativa concebem-se análises mais profundas em relação ao fenômeno que está sendo estudado”. E serão inseridos dados quantitativos na medida em que surgirem durante o desenvolvimento da pesquisa.

# 1. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA - ESTADO E MERCADO

## 1.1 Breve histórico do pensamento econômico

A participação do Estado na promoção das atividades produtivas é um debate repleto de controvérsias entre economistas, e de tempos em tempos retorna o debate em torno do grau de intervenção que o Estado deve ter na economia. No Brasil, o tema se torna relevante, em consequência que o modelo de desenvolvimento adotado, desviou as funções essenciais do Estado para atuar com grande ênfase na esfera produtiva. Porém para melhor entender o modelo de desenvolvimento aplicado no Brasil, se faz necessário caracterizar o modo de produção capitalista, sua evolução e a fase atual.

Desde o início da Revolução Industrial no século XVIII, até a década de 1920 o liberalismo econômico, de acordo com sua concepção clássica, prevaleceu como doutrina econômica dominante (BRUM, 1997, p.24). O pensamento liberal, surgido como oposição ao mercantilismo, teve como seus principais centros de expansão das suas práticas e teorias, a Inglaterra e a França. Buscava afirmar a luta contra as barreiras impostas pelo Estado absoluto, a liberdade do indivíduo, do capital e do comércio - Laissez Faire<sup>1</sup>.

O liberalismo opunha-se ao direito divino no qual se assentava a monarquia, assim defendia que os governantes deveriam ser escolhidos pelos indivíduos. “Baseia-se na crença em que o livre funcionamento do mercado resolve da melhor forma possível os problemas econômicos da sociedade – o mercado é que define o que produzir, quanto produzir e como produzir e distribuir o resultado da produção”(BRUM, 1997, p.26).

---

<sup>1</sup> Laissez Faire (“Deixar Fazer, Deixar Passar”). Palavras de ordem do liberalismo econômico, proclamando a mais absoluta liberdade de produção e comercialização de mercadorias. O lema foi cunhado pelos fisiocratas franceses no século XVIII, mas a política do laissez-faire foi praticada e defendida de modo radical pela Inglaterra, que estava na vanguarda da produção industrial e necessitava de mercados para seus produtos. Essa política opunha-se radicalmente às práticas corporativistas e mercantilistas, que impediam a produção em larga escala e resguardavam os domínios coloniais. Com o desenvolvimento da produção capitalista, o laissez-faire evoluiu para o liberalismo econômico, que condenava toda intervenção do Estado na economia (SANDRONI, 1999, p.329).

Basicamente este é o conceito da “*mão invisível*” do mercado de Adam Smith, citado em sua obra maior “*Uma Investigação sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações*” onde lançou as bases teóricas do capitalismo. Adam Smith pregava que apesar de não haver uma entidade que coordene a economia, a interação entre os indivíduos cria as melhores condições para levar uma sociedade à riqueza e à prosperidade.

O esforço natural de cada indivíduo para melhorar sua própria condição, quando se permite que ele atue com liberdade e segurança, constitui um princípio tão poderoso que, por si só, e sem qualquer outra ajuda, não somente é capaz de levar a sociedade à riqueza e à prosperidade, como também de superar uma centena de obstáculos impertinentes com os quais a insensatez das leis humanas com excessiva frequência obstrui seu exercício, embora não se possa negar que o efeito desses obstáculos seja sempre interferir, em grau maior ou menor, na sua liberdade ou diminuir sua segurança. (ADAM SMITH 1996 p.44)

O melhor Estado na perspectiva liberal é aquele que menos governa, e este só deve se interessar em manter a ordem, a propriedade e a liberdade individual. O Estado como agente econômico atuante na promoção de atividades produtivas ou comerciais obscurariza o desempenho da economia, desta forma o estado deve garantir que a economia fique entregue ao livre jogo das leis de mercado.

Assim o conjunto de princípios defendidos pelo liberalismo se resume na defesa do individualismo (o indivíduo prevalecendo sobre o coletivo), a propriedade privada dos meios de produção, e o Estado mínimo, onde não haja interferência na liberdade dos indivíduos e tão pouco na livre concorrência.

Porém as idéias liberais começaram a sofrer um recuo primeiramente com a instalação dos regimes fascistas e o totalitarismo comunista, posteriormente com o a implantação por muitas economias do intervencionismo estatal na área econômica. Neste momento a impressão dada, principalmente pela crise econômica e social instalada com a quebra da bolsa de valores de Nova York (1929), é que o Estado não deve se comportar como mero espectador, e deve assumir o papel de articulador central das políticas macroeconômicas e buscar corrigir falhas de mercado. “(...) a economia de mercado entregue a si mesma, tenderia sempre a um estado geral de desemprego profundo do qual ela não teria forças internas para sair” (BRUM, 1997, p.29).



As economias socialistas surgiram como uma alternativa à economia de mercado, defendendo a propriedade estatal dos meios de produção e assim a planificação central da economia nacional. O Estado, desse modo, é encarregado de administrar rigidamente toda a produção, dos custos, distribuição, até os preços dos produtos. Os pensadores que mais influenciaram essa escola são: os alemães Karl Marx (1818-1883) e Friedrich Engels (1820-1895), lançando as bases teóricas para o chamado “Socialismo Científico”.

Marx não restringiu suas idéias apenas ao campo da economia, mas também, na filosofia, a sociologia, e a história. Sua obra principal, “O capital”, foi uma das maiores contribuições para entender as práticas capitalistas de seu tempo, alertando para as reais conseqüências do capitalismo e seus trágicos efeitos sociais. Para Marx, a propriedade privada dos meios de produção movida pela ganância dos proprietários é uma das principais causas das injustiças sociais, bem como das guerras, e deve ser eliminada totalmente, assim como o Estado burguês. “A burguesia não só aprofunda a divisão da sociedade em classes opostas (burguesia e proletariado), mas também se apropria do Estado, usando-o em benefício próprio” (BRUM, 1997, p.38).

A análise econômica de Marx tem a intenção de demonstrar a impossibilidade da expansão indefinida do sistema capitalista monopolista. No imaginário socialista idealizado, é inevitável um período de revolução no qual o proletariado derrubará a estrutura de produção capitalista e as relações sociais associadas a essa estrutura, através da expropriação revolucionária (luta armada), estabelecendo em seu lugar uma organização da produção socialista.

O socialismo idealizado do Marx serviu de embasamento teórico para a revolução Russa de 1917 liderada por Lênin e posteriormente por seu sucessor, Stalin (1924). Entretanto a organização e o funcionamento do regime comunista instalado foi uma simplificação distorcida das idéias de Marx. O Estado impôs duras restrições à liberdade política, liberdade de expressão, rígido controle das informações, entre outras medidas. Na economia o fracasso da agropecuária e a lenta evolução tecnológica, podem ser elencados como pontos negativos do sistema comunistas soviético. Com o passar do tempo os países que aderiram ao chamado socialismo real mergulharam num ciclo de marasmo em suas economias, em parte pela ineficiência de seus sistemas produtivos e administrativo e na virada da década de 1980 para 1990, após não poder superar um longo período de crise, houve a queda da maior expressão do socialismo de orientação marxista, a União das Republicas Socialistas Soviéticas (URSS).

Um caminho alternativo aos limites extremos do liberalismo econômico puro e ao turbulento modelo socialista totalitário, onde o Estado controla e realiza toda a produção da

economia, seria o chamado, capitalismo social, Estado de Bem-Estar europeu ou New Deal<sup>2</sup> americano.

Desde os tempos de Adam Smith, certos pensadores reconheciam que algumas atividades econômicas necessárias a comunidade não traziam lucros satisfatórios para o empresário privado, e que para esse tipo de atividade a participação do Estado se fazia essencial. Algumas atividades econômicas, embora não necessitassem de intervenção direta do governo, necessitavam também de regulação governamental, pela sua natureza pública ou porque eram atividades realizadas em condição de “monopólio natural”.

Para os teóricos do capitalismo social é necessária a manutenção da economia de mercado, porém esta deve submeter-se ao controle social através do Estado democrático, “Estado Necessário”. Diferentemente do “Estado mínimo” do liberalismo e do “Estado Maximo” do Socialismo, o “Estado Necessário” age na correção das falhas que podem ser produzidas pelo mercado, formula e aplica políticas públicas, contém excessos do capital e protege o trabalho.

Em sua obra *Riqueza e Bem Estar* (1920), Pigou identifica que havendo situações em que se façam presentes “interferências externas” na produção de determinado bem ou serviço, causando assim divergências entre os custos e benefícios sociais marginais e privados, justificar-se-ia a intervenção estatal a fim de eliminá-las (BRUM, 1997, p.35).

Na tentativa de superar a crise econômica de 1930, John Maynard Keynes (1883-1946) apresenta novas idéias econômicas que serviram também de fonte de inspiração para o capitalismo social. Sua obra *Teoria Geral do Emprego, Juro e Moeda* causou grande impacto na esfera do pensamento econômico e, como o próprio Keynes definiu, seria uma obra que “revolucionaria a maneira de o mundo pensar a respeito de problemas econômicos” (RIMA, 1977, p. 36). Keynes sugeriu, essencialmente, uma economia mista onde a interferência do Estado na economia se justifica pela necessidade de criar uma demanda agregada adequada na economia, que desenvolva as condições de pleno emprego e assim o “auto-interesse privado continuará a funcionar em todas as áreas em que o pleno emprego seja compatível” (RIMA, 1977, p. 36).

---

<sup>2</sup>Programa econômico adotado em 1933 pelo presidente norte-americano Franklin Roosevelt para combater os efeitos da Grande Depressão e refazer a prosperidade do país. O New Deal (Nova Política) seguiu, na prática, os ensinamentos que a reflexão teórica de Keynes produziria: baseou-se na intervenção do Estado no processo produtivo, por meio de um audacioso plano de obras públicas, com o objetivo de atingir o pleno emprego, o que contradizia toda a tradição liberal dos Estados Unidos (SANDRONI, 1999, p. 250).

O estado terá de exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, parcialmente através de seu esquema de tributação, parcialmente fixando a taxa de juros e parcialmente, talvez, de outras maneiras. Ademais, parece improvável que a influência da política bancária sobre a taxa de juros seja suficiente por si só para determinar taxa ótima de investimento. (KEYNES, 1982, p.288)

Assim, a presença do Estado nas economias que adotaram este modelo é expressiva, seja como um juiz que regula os conflitos econômicos e dita regras, como agente que oferece para a sociedade os serviços públicos, ou como “Estado Empresário” que atua de forma direta no setor produtivo. Para algumas economias em crise a adoção dessas políticas foi decisiva para a superação das dificuldades.

Porém, contra o peso excessivo da Máquina Estatal, contra a ação mediadora e distributiva do Estado, e os inúmeros benefícios sociais concedido pelo “Estado de Bem-Estar Social”, ressurgiu o pensamento liberal, agora chamado de neoliberalismo.

O neoliberalismo surge como um conjunto de idéias políticas e econômicas com forte atuação na década de 1970. Através de economistas adeptos do *Laissez-Faire* e do fundamentalismo de livre mercado com bases na escola monetarista do economista Milton Friedman, buscavam superar a crise econômica desencadeada pelo aumento excessivo do preço do petróleo. As nações que primeiro implantaram e que propagaram para o mundo as políticas neoliberais foram a Inglaterra, com Margaret Thatcher, e nos Estados Unidos, com Ronaldo Reagan (*Consenso de Washington*<sup>3</sup>).

A crítica dos neoliberais se concentrava nos grandes custos de benefícios sociais, principalmente previdenciários, concedidos pelo Estado de Bem Estar Social “(...) buscando proteger o cidadão das desgraças da sorte, o Estado-Providencia ou Estado de Bem Estar aparentemente benfeitor acaba por produzindo um inferno de ineficácia e clientelismo, pesadamente pago pelo mesmo cidadão que a primeira vista tentava socorrer” (Moraes, Apud

---

<sup>3</sup> Conjunto de trabalhos e resultado de reuniões de economistas do FMI, do Bird e do Tesouro dos Estados Unidos realizadas em Washington D.C. no início dos anos 90. Dessas reuniões surgiram recomendações dos países desenvolvidos para que os demais, especialmente aqueles em desenvolvimento, adotassem políticas de abertura de seus mercados e o “Estado Mínimo”, isto é, um Estado com um mínimo de atribuições (privatizando as atividades produtivas) e, portanto, com um mínimo de despesas como forma de solucionar os problemas relacionados com a crise fiscal: inflação intensa, déficits em conta corrente no balanço de pagamentos, crescimento econômico insuficiente e distorções na distribuição da renda funcional e regional. O resultado mais importante dessas políticas (pelo menos no que se refere à América Latina) tem sido o êxito no combate à inflação nos países em que, durante os anos 80 e mesmo no início dos anos 90, ela atingia níveis intoleráveis. Além disso, o livre funcionamento dos mercados, com a eliminação de regulamentações e intervenções governamentais, também tem sido uma das molas-mestras dessas recomendações (SANDRONI, 1999, p. 160).

BRUM, 2001, p.36). Também concentram suas críticas a economia Keynesiana, a participação do Estado na economia e sua ação mediadora e distributiva. Para os novos liberais é essencial a diminuição da participação do Estado nas atividades produtivas. O Estado deveria transferir para o setor privado as atividades produtivas que indevidamente atuava e deixar para o mercado a atividade de regulação que também não conseguiu estabelecer. Assim a privatização de empresas estatais é de grande importância para os países que seguirem essa política. “Apregoa as virtudes do livre mercado, através da desregulamentação da economia, da eliminação ou redução das tarifas alfandegárias e da retirada dos entraves burocráticos, para estabelecer o livre comércio de bens e serviços entre países e blocos econômicos” (BRUM, 1997, p.95).

Porém, o novo ideário liberal se mostra mais flexível que o antigo liberalismo e admite uma intervenção moderada do Estado nos setores econômicos e social visando harmonizar a liberdade e o planejamento. Se aceita também combinar a liberdade econômica com resultados sociais, entretanto não há uma criação concreta de mecanismo que torne efetivos esses resultados sociais.

## 2.2 A empresa estatal e o capitalismo contemporâneo

Para legitimar a existência da empresa estatal na economia de mercado é preciso ligá-la a falhas no sistema de mercado. As estatais atuam no sentido de se conduzir a uma alocação eficiente, quando os mecanismos de mercado não o fazem. Partindo-se do aspecto microeconômico, falhas alocativas estariam definidas na existência de custos e benefícios externos à produção, pois para o correto funcionamento do mercado, a produção e o consumo deve ser tal que todos os custos e benefícios sejam internalizados.

Segundo Dain (1986, p.34) podem ser definidas como falhas de mercado, onde poderia atuar a empresa estatal, a existência de:

a) Produção com economia ou deseconomias tecnológicas de escala: surge do fato de que os custos com os quais se defronta uma firma dependem não só de seu tamanho e eficiência, como da eficiência da indústria onde a firma opera. Neste sentido, são definidas como economias e deseconomias “externas” e assim cabe à intervenção estatal.

b) Bens Públicos: justificar-se-ia a intervenção do Estado no caso de produção com custos decrescentes, onde o custo adicional da última unidade é zero, o que define os bens dessa produção como públicos. A qualidade pública dos bens equivale, em síntese, a dizer que é impossível aprisioná-los para consumo individual e que, portanto, sua produção deve ser “livre”, no sentido dos mecanismos de distribuição do mercado.

c) Monopólio Privado: é certamente uma “criatura perversa”, pois além de impor seus preços e suas regras de condutas aos verdadeiros microagentes marginais, o monopólio maximiza seus lucros a um nível de produção inferior ao que resultaria na produção competitiva. Todavia isto não implica na necessidade de fragmentar a produção para aproximar seus resultados aos do produto ideal, uma vez que existem várias situações de monopólio natural ou onde se justificam maiores escalas de produção. Nestes casos, a severa regulamentação dos monopólios pode ser substituída, ainda na perspectiva do bem-estar ou do produto ideal, por monopólios estatais.

O arranjo do sistema produtivo estatal de insumos básicos à economia, na forma de monopólio estatal, é geralmente “pretexto para organizar, sob a supervisão estatal, tarefas de constituição do capital social básico, indesejadas pelos produtores de lucro microeconômico” (DAIN, 1986, p. 34).

Porém a definição de bens públicos e de economias externas está longe de ser um conceito unânime e por vezes assume inspirações muito mais ideológicas do que econômicas. Desta forma é uma tarefa difícil e imprecisa encontrar as verdadeiras motivações de uma empresa estatal, bem como sua funcionalidade no desenvolvimento capitalista.

Fica claro que a imprecisão dos motivos da presença da empresa estatal na economia de mercado, considera a ambigüidade “entre sua face estatal – que leva a realizar objetivos políticos e de natureza macroeconômica – e sua face empresarial – que privilegia interesses particulares, que se poderia considerar microeconômicos” (ABRANCHES, Apud IPEA, 1980, p.10). As empresas estatais têm como objetivo atuar em setores ignorados pelas empresas privadas, aceitando uma baixa taxa de retorno em nome da correção de falhas de mercado, da implantação de políticas econômicas, ou para atender a interesses dos diferentes governos. Assim, a empresa estatal como produtora do equilíbrio macroeconômico pode desrespeitar os objetivos microeconômicos da produção privada. Porém, deve também sempre buscar a valorização do seu capital como qualquer firma privada, exercendo plenamente o seu jogo de mercado, embora reconheça as suas limitações.

### **3. AS EMPRESAS ESTATAIS E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO**

#### **3.1. O desenvolvimento econômico brasileiro**

O desenvolvimento do capitalismo brasileiro tem como característica marcante a forte presença de empresas estatais e grande parte desse desenvolvimento devem-se a elas. A prática de forte presença do estado na economia serviu para induzir a um projeto de industrialização nacional, entretanto, o Estado não teve o intuito de planificar a economia nos moldes do socialismo real. Sua atuação se deu nos setores em que a iniciativa privada se mostrou incapaz de gerir e expandir de acordo com as necessidades de desenvolvimento da nação, buscando fortalecer cada vez mais o capitalismo.

Para Giambiagi e Além (2001, p.86) a maior intervenção do Estado foi de certo modo inevitável, considerando:

- a) a existência de um setor privado relativamente pequeno;
- b) os desafios colocados pela necessidade de enfrentar crises econômicas internacionais;
- c) o desejo de controlar a participação do capital estrangeiro, principalmente nos setores de utilidade pública e recursos naturais; e
- d) o objetivo de promover a industrialização rápida de um país atrasado.

Esse processo de industrialização ocorreu a partir do modelo de substituição de importações, comprometido com a defesa do mercado produtor interno e pela participação direta do Estado na economia, baseada na ideologia do Desenvolvimentismo.

O desenvolvimentismo foi à ideologia que mais diretamente influenciou a economia política brasileira e também, de um modo geral, todo o pensamento econômico latino-americano. Herdeiro direto da corrente keynesiana que se opunha ao liberalismo neoclássico, esse ideário empolgou boa parte da intelectualidade latino-americana nos anos 40 e 50, e se constituiu na bandeira de luta de um conjunto heterogêneo de forças sociais favoráveis a industrialização e a consolidação do desenvolvimento capitalista nos países de ponta desse continente (MANTEGA, 1995, p. 23).

O ideal desenvolvimentista pregava a necessidade da participação do estado na economia como um orientador do planejamento global por meio da industrialização nacional e sua principal fonte de inspiração vem do ideário desenvolvido pelos trabalhos da Comissão Econômica para a América Latina – CEPAL.

A Comissão Econômica para a América Latina surge no final dos anos 40, tendo como principais expoentes o economista argentino Raul Prebisch, o brasileiro Celso Furtado e a também brasileira Maria da Conceição Tavares. Sua preocupação inicial estava em explicar o atraso das economias periféricas da América Latina em relação às economias dos centros desenvolvidos e buscava maneiras de superá-lo. Nesse sentido, os trabalhos da CEPAL questionavam o tratamento dado pela teoria neoclássica às relações comerciais internacionais e a divisão do trabalho dos países subdesenvolvidos.

O ponto de partida está na crítica à lei das vantagens comparativas onde, segundo tal lei, os países periféricos e menos desenvolvidos devem se especializar na produção de produtos primários e os países do centro do capitalismo, os mais desenvolvidos, nos produtos industrializados. Assim, os países periféricos acabariam levando vantagem nas relações comerciais internacionais, pois absorveriam o diferencial de produtividade de seus parceiros comerciais mais avançados. Em síntese:

A elevação da produtividade dos países industrializados e, conseqüentemente, a diminuição de seus custos, deveria refletir-se na queda sistemática dos preços e, portanto, dos preços de suas exportações, a serem intercambiadas com as exportações dos países menos produtivos, cujos preços, em vista de sua menor eficiência, permaneceriam mais elevados. Dessa forma, haveria transferência dos ganhos de produtividade dos países avançados para os atrasados, de modo a propiciar maior desenvolvimento destes últimos (MANTEGA, 1995, p. 35).

Para Prebisch e a CEPAL, os países atrasados sofriam grandes perdas e tinha muitas desvantagens se posicionando como apenas fornecedores de produtos primários ao mercado internacional. Defendiam que o centro desenvolvido não estaria repassando seus aumentos de produtividade para os países atrasados e ainda estaria se apropriando dos ganhos de produtividade gerados na periferia atrasada. Assim, os países periféricos da América Latina permaneciam estacionados em sua estrutura produtiva baseada em poucos produtos primários e nada dinâmica, baixo desenvolvimento industrial e tecnológico e orientadas para a demanda externa.



Para superar esta situação, segundo a CEPAL, seria preciso fomentar o desenvolvimento do mercado interno através da articulação de uma política de desenvolvimento industrial que promovesse a reforma agrária, melhorando a alocação de recursos e prevenindo os países periféricos contra a fuga de produtividade.

Nesse contexto, a industrialização é a forma vista para promover o aumento da renda nacional, desenvolver o mercado interno e a produtividade, evitando perdas com o comércio internacional e a fuga dos ganhos gerados pelo progresso técnico. Para isso a CEPAL sugere que o Estado assuma o papel de promotor do desenvolvimento através de sua participação na economia, planejando os ajustes necessários para o desenvolvimento. Assim, “o Estado é tido como o centro racionalizador da economia, com a incumbência de intervir até mesmo como agente econômico direto, provendo a necessária infra-estrutura para a expansão industrial e a canalização dos recursos nacionais para as novas atividades prioritárias” (MANTEGA, 1995, p.39).

Porém, o projeto desenvolvimentista esbarrava na elevada quantidade de capitais, o que, segundo a CEPAL, era escasso em praticamente todos os países latino-americanos e a solução seria recorrer à participação do capital estrangeiro. Com exceção de alguns setores de infra-estrutura, serviços públicos e segurança nacional, a participação do capital estrangeiro era bem vinda e serviria para reforçar o desenvolvimento interno. Essa constatação também fica evidente no trabalho apresentado pelas Comissão Mista Brasil - Estados Unidos (1951-1953) e posteriormente complementado pelo Grupo Misto BNDE-CEPAL (1953/1955) chefiado pelo brasileiro Celso Furtado, onde alertam para a precária margem de poupança e aponta como solução também a “poupança externa” (MANTEGA, 1995, p.45).

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, (BNDE), surgiu com o objetivo de ser o principal financiador de investimentos do Brasil, responsável por viabilizar os financiamentos externos prioritários para o desenvolvimento industrial. O BNDE foi decisivo para o planejamento de um projeto de acumulação industrial nacional, primeiramente atacando os gargalos de infra-estrutura e posteriormente fomentando os investimentos privados.

O Brasil praticou em sua economia as principais orientações para o desenvolvimento assinaladas pela CEPAL e conseguiu desenvolver uma capacidade própria de acumulação capitalista, repleta de oligopólios nacionais e estrangeiros e com forte presença estatal na economia. Desenvolveu um considerável setor de bens de capital, de bens intermediários e de consumo final, ligados ao setor de infra-estrutura básica, transportes, energia, serviços, etc.,

nos moldes do desenvolvimento “para dentro”, proposto pela CEPAL(MANTEGA, 1995, p.51).

A partir da década de 30, principalmente nos governos de Getulio Vargas (1930-1945 e 1951-1954), caracterizou-se o início da formação do setor produtivo estatal. O Estado passou a se preocupar com o processo de industrialização e com maneiras de garantir que não faltassem insumos básicos. As primeiras incursões do Estado na constituição da base produtiva estatal, por constatações realistas das carências econômicas e também com forte apelo ideológico, se deram em vários setores produtivos, com destaque aos setores de siderurgia (criação em 1942 da Companhia Siderúrgica Nacional – CSN), mineração (criação também em 1942 da Companhia Vale do Rio Doce – CRVD) e petrolífero (criação em 1953 da Petróleo Brasileiro S/A – PETROBRAS), que se tornaram símbolos do Estado desenvolvimentista Brasileiro (GIAMBIAGI; ALÉM, 2001, p.220).

Vale destacar também a criação em 1943 da Fabrica Nacional de Motores (FNM), Companhia Nacional de Álcalis, além do já citado BNDE hoje chamado de BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, atuando como agente de financiamento de longo prazo a baixo custo, a partir do reconhecimento da fragilidade dos mercados de capitais privados (GIAMBIAGI; ALÉM, 2001, p.220).

A afirmação do modelo desenvolvimentista veio com a implantação, em 1956, do “Plano de Metas”, dando continuidade ao processo de substituição de importações que se arrastava desde 1930. Desenvolvido pelo governo do então presidente Juscelino Kubitschek, o Plano de Metas foi considerado, por muitos autores, a primeira tentativa de estabelecer um setor industrial diversificado no Brasil.

O plano reforçava a necessidade do desenvolvimento industrial e a construção de uma infra-estrutura necessária para tal objetivo. Distinguia-se do ideário político econômico apresentado anteriormente somente no que se refere a pratica de um programa promotor de incentivos ao setor privado “combinando com a atuação das instituições e empresas estatais, resultando na mobilização de um volume inédito de recursos” (MANTEGA, 1995, p.73). Ao Estado caberia os investimentos para o desenvolvimento da infra-estrutura e também atuaria nos setores menos lucrativos que necessitava de grande quantidade de capital e um longo prazo de maturação, entre eles: energia, transporte, indústria básica.

A tabela 01 abaixo apresenta a previsão de investimento nos setores considerados prioritários pelo plano de metas:

<b>Setores</b>	<b>Participação no investimento total (%)</b>
Energia	43,4
Transportes	29,6
Indústrias básicas	20,4
Educação	3,4
Alimentação	3,2
<b>Total</b>	<b>100</b>

**Tabela 1. Investimento Previsto pelo Plano de Metas (1957/1961)**

Fonte: Giambiagi; Além, 2001, p.90

## **3.2 – As empresas estatais como instrumentos de política econômica**

Seguindo um modelo de economia mista, as empresas Estatais cumpriram um importante papel no desenrolar do desenvolvimento econômico brasileiro. Entretanto, o uso das empresas estatais não se limitou ao desenvolvimento dos setores que o setor privado se mostrou incapaz de agir ou por atuar em setores considerados de segurança nacional, servindo também para a implementação de políticas econômicas.

O uso das empresas estatais como instrumentos de política econômica de curto prazo, partiu da necessidade de superar desequilíbrios gerados no próprio desenvolvimento da economia nacional. Desde o início do processo de formação do Setor Produtivo Estatal – SPE, as empresas que surgiram foram utilizadas no manejo de políticas econômicas. A diminuição ou aumento de sua atividade através do controle dos gastos e investimentos, controle de preços e tarifas públicas, são exemplos de políticas que foram adotadas, a fim de controlar desequilíbrios na economia.

A forte presença das empresas estatais, muitas vezes através do monopólio das atividades de produção de insumos básicos, combustíveis, eletricidade, serviços de comunicação, serviço de transporte, entre outros, proporcionaram ao Estado a determinação de boa parte dos preços e tarifas que foram determinantes na estrutura de custos de grande parte do que a economia produz, e também no orçamento das famílias.

Assim, principalmente a partir dos anos 50, foi de interesse governamental gerir políticas de fixação de preços e tarifas dos bens e serviços produzidos por empresas estatais, a fim de diminuir pressões inflacionárias, sempre que fosse necessário, aceitando, desta forma, que as empresas estatais operassem a um nível de receita inferior aos custos totais de produção, ou seja, gerando prejuízo.

Essa prática tende a diminuir ainda mais as pretensões de empresas privadas em se instalar nos setores de serviços de utilidade pública e de insumos básicos, gerando o fortalecimento e até mesmo a expansão das empresas estatais nesses setores.

O auge da presença do governo na economia através de empresas estatais se dá em 1974 com a implementação do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND). O II PND, surgido no início da crise mundial causada pelo primeiro choque do petróleo, teve como objetivo garantir a continuidade do crescimento da economia brasileira verificada no chamado milagre econômico (1969-1973), até o fim da década de 1970. Para tanto, o governo brasileiro utilizou um grande plano de investimentos de empresas estatais produtoras de insumos básicos e no setor de bens de capital de origem nacional. O projeto foi financiado por um elevado aporte de capital externo contribuindo para o endividamento do Brasil (MANTEGA, 1995, p.86).

Utilizando ainda a velha máxima da questão nacional no que diz respeito às atividades de exploração de recursos naturais ou consideradas de segurança nacional, o Estado destinou a maior soma de investimentos aos conglomerados, Eletrobrás (energia), Petrobras (petróleo), Siderbrás (siderurgia), Telebrás (comunicação).

Cabe ressaltar que os preços e tarifas das empresas estatais foram também utilizadas como política antiinflacionária, tendo reajustes progressivamente abaixo da inflação. Assim as empresas estatais se encontravam com dificuldades de geração de caixa e com a restrição ao crédito doméstico, tendo como saída recorrer ainda mais ao crédito externo.

### 3.3 O fim do modelo, e as privatizações

No final da década de 1970 e no decorrer da década de 1980, em consequência ao forte domínio estatal sobre a economia e do fraco desempenho das empresas estatais, começa a surgir pressões políticas e do empresariado nacional sobre o papel do Estado na economia, principalmente o papel de suas empresas, demonstrando o esgotamento do modelo de desenvolvimento seguido até então.

Um dos primeiros levantes contra as empresas estatais foi a “Campanha de Desestatização” (1974), promovida por empresários privados. O governo militar respondeu rapidamente com a criação de medidas de controle das empresas estatais, entre elas: a aplicação do imposto de renda, limitação do acesso a bolsa de valores, proibição da criação de novas filiais sem autorização presidencial, e imposição de limites a operações financeiras. Nesse sentido, foi criado em 1979 a Secretaria Especial de Controle das Estatais – SEST, na tentativa de assegurar que os objetivos macroeconômicos estavam sendo perseguidos pela administração das empresas estatais e para impor limites aos seus gastos (Mello apud PINHEIRO e FUKASAKU, 2000, p.61).

Porém, não tarda o fracasso da SEST na tentativa de controle dos gastos das empresas estatais e, aliado a contínua piora da situação econômica, traz novamente à tona a discussão sobre o papel do Estado no desenvolvimento econômico e a questão das privatizações.

Segundo Giambiagi e Além (2001) o processo de privatização brasileira pode ser dividido em três fases: a que ocorreu ao longo dos anos 1980; a que foi de 1990 a 1995 e a que se iniciou em 1995.

Na primeira fase, no decorrer dos anos 80, o papel desempenhado pelo BNDES foi de fundamental importância para o processo de privatizações. O BNDES detinha em sua carteira várias empresas que, por vontade própria ou por ocasião do não pagamento de obrigações, acabou como acionista. Muitas dessas empresas registravam prejuízos sucessivos, obrigando a um grande esforço administrativo e financeiro por parte do banco na manutenção delas. Assim, por iniciativa própria, o BNDES decidiu pela venda dessas empresas em consequência da necessidade de realizar o saneamento financeiro de sua carteira. Trinta e oito empresas de médio e pequeno porte foram privatizadas no período, arrecadando US\$ 780 milhões para os cofres públicos (BNDES, 2008).

O objetivo inicial não era um programa de privatizações de larga escala, porém, a experiência adquirida pelo BNDES nos anos 1980, serviu para a formação do modelo de privatização mais amplo aplicado no Brasil.

O segundo período (1990-1995) inicia-se com o lançamento da lei nº 8.031 de abril de 1990, que institui a criação do Plano Nacional de Desestatização (PND). As privatizações nesse período não se explicam somente pela necessidade do Estado de se desfazer dos prejuízos gerados pelas empresas. O PND é parte das reformas econômicas iniciadas nos anos 1990, onde, os objetivos fundamentais, conforme art. 1º da Lei 8.031, eram:

I - reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo para a iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público;

II - contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público;

III - permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada;

IV - contribuir para modernização do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia;

V - permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais;

VI - contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o Programa. (BRASIL, 1990, p. 1)

O plano que teve, inicialmente, a inclusão de 68 empresas e a experiência nas privatizações dos anos 80, qualificou o BNDES como gestor do PND, embora esse programa tivesse uma abrangência muito maior que a experiência anterior. Para efeito de comparação, somente a empresa USIMINAS, primeira a ser privatizada pelo PND, arrecadou mais que o dobro de todo o processo de privatizações ocorridas nos anos 1980. Os setores de siderurgia, fertilizantes e petroquímica, foram os que mais contribuíram para a desestatização nessa primeira fase do PND (BNDES, 2008).

Parte fundamental dessa primeira fase do Programa Nacional de Desestatização foram as condições de pagamento oferecidas na compra das empresas estatais incluídas nesse programa. O governo além de oferecer linhas de crédito para os compradores permitiu o uso das chamadas moedas de privatização, tendo destaque os certificados de privatização (CP), onde foram amplamente usados como a principal moeda do processo de privatizações.

Até 1995 estava praticamente concluída a privatização das estatais que atuavam no segmento industrial. E com a aprovação de leis específicas que garantiam as condições para as concessões de serviços públicos a iniciativa privada, iniciou-se uma a terceira fase do processo de privatizações com a inclusão das empresas estatais ligadas aos setores de infraestrutura e serviços de utilidade pública. Nessa fase os destaques do processo de privatização são os setores energético, concessões na área de transporte, a venda de participações minoritárias de quaisquer entidades controladas direta ou indiretamente pela União (decreto 1.068/94), telecomunicações (Lei nº 9.472 de 16 de julho de 1997 - Lei Geral de Telecomunicações) e posteriormente, o suporte dado pelo governo federal ao início do processo de privatização das empresas estatais estaduais.

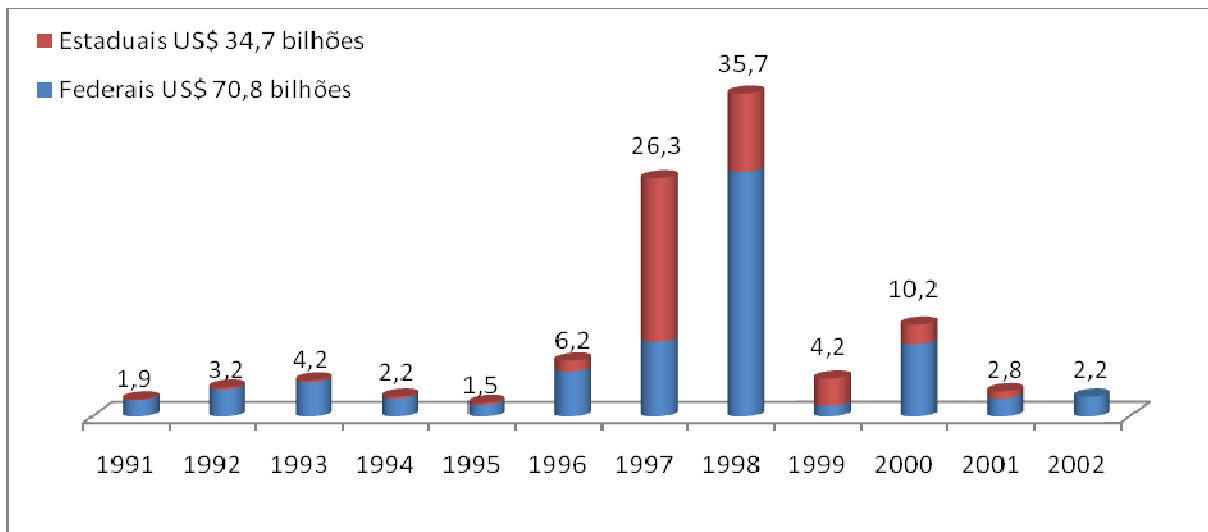
SETOR	N° de empresas	RECEITA DE VENDA	DIVIDA TRANSFERIDA	US\$ Milhões
				RESULTADO TOTAL
<b>PND</b>				
Siderurgia	8	5.561,50	2.626,30	8.187,80
Petroquímica	27	2.698,50	1.002,70	3.701,20
Fertilizantes	5	418,2	75,3	493,5
Energia Elétrica	3	3.908,20	1.669,90	5.578,10
Ferrovário	7	1.696,90	-	1.696,90
Mineração	2	5.201,80	3.558,80	8.760,60
Portuário	7	420,80	-	420,80
Financeiro	4	4.190,60	-	4.190,60
Petróleo e Gás	1	4.840,30	-	4.840,30
Outros	5	393,60	268,4	662,00
Subtotal	-	29.330,40	9.201,40	38.531,80
Decreto 1.068	-	1.150,70	-	1.150,70
<b>TOTAL DO PND</b>	<b>69</b>	<b>30.481,10</b>	<b>9.201,40</b>	<b>39.682,50</b>
Telecomunicações	-	29.050,00	2.125,00	31.175,00
<b>TOTAL DAS PRIVATIZAÇÕES FEDERAIS</b>	<b>-</b>	<b>59.531,10</b>	<b>11.326,40</b>	<b>70.857,50</b>
Privatizações Estaduais	-	27.949,00	6.750,00	34.699,00
<b>TOTAL GERAL DAS PRIVATIZAÇÕES</b>	<b>-</b>	<b>87.480,10</b>	<b>18.076,40</b>	<b>105.556,50</b>

TABELA 2 – Quadro Geral das Privatizações Federais e Estaduais

Fonte BNDES, 2008

A tabela 1 mostra o quadro geral das privatizações atualizada até 2002. Segundo os dados do BNDES o resultado financeiro total do programa de privatização nacional, somando-se as receitas de vendas, mais as dívidas transferidas para o setor privado, foi de US\$ 105.556,50 bilhões. Destaque para a privatização do sistema Telebrás que sozinho arrecadou US\$ 31.175 bilhões.

O gráfico 01 abaixo, mostra as receitas privatizações por ano, do período de 1991 a 2002. Destaque para o ano de 1998, ano de privatização do sistema Telebrás.



**Gráfico 01 - Total das Privatizações por ano (em bilhões de dólares)**

Fonte BNDES, 2008



## **4. O MERCADO DE CAPITAIS E AS EMPRESAS ESTATAIS**

### **4.1. O mercado de capitais nacional**

Os investimentos e a forma como são alocados na economia, são determinantes importantes para o processo de desenvolvimento econômico e social. A poupança, que viabiliza o investimento, é também fundamental para esse processo. A forma como essas duas variáveis se relacionam, é essencial na determinação dos custos ou benefícios a serem gerados para a sociedade.

Existem três maneiras para se associar a poupança ao investimento:

A primeira, o autofinanciamento, é o método mais simples e mais limitado, onde indivíduos e/ou empresas investem apenas aquilo que eles mesmos poupam. A segunda maneira, o Estado, aloca os recursos da sociedade via arrecadação de impostos, etc., para os investimentos que julgue mais adequados, o que nem sempre representa que esses recursos irão ser aplicados nas alternativas mais produtivas. O terceiro, por sua vez, ocorre através do mercado financeiro e de capitais, sendo que este último é a forma mais eficiente de alocação de recursos. (Nóbrega, Loyola, Filho, Pasqual, Apud BOVESPA, 2000 p.6).

O mercado de capitais é uma parte do mercado financeiro que permite o fluxo de recursos entre os aplicadores (poupadores e/ou investidores), para quem necessita de capital para investir, os tomadores (companhias abertas), através da compra e venda de ações e/ou outros valores mobiliários. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

O mercado de capitais viabiliza o aproveitamento de oportunidades em toda a economia, promovendo o aumento da produtividade, da eficiência e do bem estar da sociedade, constituindo assim uma importante fonte de desenvolvimento econômico (Nóbrega, Loyola, Filho, Pasqual, Apud BOVESPA, 2000, p.6). Promove também a pulverização do capital das empresas entre vários investidores, exigindo, assim, uma maior transparência e detalhamento das informações referente ao seu desempenho.

O mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande muniador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento (ASSAF NETO, 2000, p.102).

O principal instrumento do mercado de capitais é a bolsa de valores. Em síntese, a bolsa de valores “(...) é o local especialmente criado e mantido para negociações de valores mobiliários em mercado livre e aberto, organizado por corretoras e autoridades” (FORTUNA, 2002, p. 439).

Segundo Fortuna (2002), o mercado acionário pode ser dividido em duas etapas:

1. O mercado primário – quando as ações das empresas são emitidas diretamente ou através de uma oferta pública;
2. E o mercado secundário, onde as ações já emitidas são negociadas na bolsa de valores.

A importância da bolsa de valores, além de fonte de financiamento para as empresas, está na geração de liquidez, onde o investidor que aplicou seus recursos via emissão de ações (mercado primário), tem a possibilidade de se retirar do investimento quando julgar interessante (mercado secundário).

Atualmente temos uma única bolsa de valores nacional, a BM&FBOVESPA S.A, bolsa de valores, mercadoria e futuros. Criada em 2008 com a fusão da Bolsa de mercadoria & Futuros (BM&F) e a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) representa atualmente a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado, a segunda maior das Américas e a líder entre as bolsas do continente latino americano (Bovespa, 2008).

O mercado Bovespa representa o segmento da nova bolsa BM&FBOVESPA S.A. responsável pelas negociações das ações das empresas listadas, entre outros valores mobiliários. O principal indicador do desempenho médio das ações negociadas na BM&FBovespa, com mais de 40 anos de história, é o índice Bovespa (Ibovespa).

Segundo dados da BM&FBovespa, 2008, o Ibovespa representa o valor atual em moeda corrente de uma carteira teórica de ações constituída em 02 de Janeiro de 1968. As ações são atualizadas de quatro em quatro meses, levando em conta os seguintes critérios para a inclusão, (sempre em relação aos 12 meses anteriores):

- Estar entre os ativos 80% mais líquidos. Segundo FORTUNA (2002, p.472), isto significa que as ações devem “estar incluída em uma relação de ações resultante da soma, em ordem decrescente, dos índices de negociabilidade até 80% do valor da soma de todos os índices individuais”.
- Apresentar participação percentual de volume superior a 0,1%.
- Ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões<sup>4</sup> do período.

A participação de uma ação na carteira teórica do Ibovespa tem, assim, relação direta com a representatividade do ativo no mercado à vista (número de negócios, volume financeiro), seguindo a seguinte metodologia de cálculo (Bovespa, 2008):

$$IN = \sqrt{\frac{ni \times vi}{N \times V}}$$

Onde:

IN = índice de negociabilidade;

ni = número de negócios com a ação “i” no mercado a vista (lote-padrão);

N = número total de negócios no mercado a vista da BOVESPA (lote-padrão);

vi = volume financeiro gerado pelos negócios com ação “i” no mercado a vista (lote-padrão);

V = volume financeiro total do mercado a vista da BOVESPA (lote-padrão)

A apuração do índice Bovespa se dá em tempo real, considerando os preços simultâneos de todos os negócios efetuados no mercado à vista (lote padrão), com ações componentes de sua carteira. O Ibovespa nada mais é que o somatório dos pesos (quantidade teórica da ação multiplicada pelo último preço da mesma) das ações integrantes de sua carteira teórica. Através da seguinte fórmula (Bovespa, 2008):

---

<sup>4</sup> Sessão durante a qual se efetuam negócios com papéis registrados em uma bolsa de valores ou bolsa de mercadorias, diretamente na sala de negociações e/ou pelo sistema de negociação eletrônica da BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo (SANDRONI, 1999, p. 325).

$$IBOVESPA = \sum_{t=1}^n P_{it} \times Q_{it}$$

Onde:

Ibovespa t = Índice Bovespa no instante t;

n = número total de ações componentes da carteira teórica;

P = último preço da ação “i” no instante t;

Q = quantidade teórica da ação “i” na carteira no instante t.

## 4.2 A trajetória das empresas estatais do mercado de capitais brasileiro

Na história econômica do Brasil, o mercado de capitais não cumpriu com o seu papel de principal fonte de captação de grande quantidade de recursos para investimentos de longo prazo de maturação. O fraco desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, ao longo da história, derivou do próprio modelo de desenvolvimento adotado na economia brasileira e da instabilidade econômica, presentes ao longo dessa história. O fechamento econômico não estimulava grandes investimentos por parte das empresas, e por consequência, essas não necessitavam de grandes fontes de financiamento, onde necessidades pontuais poderiam ser atendidas pela retenção de lucros, ou por instituições de crédito comerciais ou governamentais.

Nesse sentido, a própria atuação do BNDES na concessão de crédito subsidiado às empresas, desestimulava o desenvolvimento do mercado de capitais. À medida que se mostrava uma excelente alternativa a abertura de capital, o BNDES, apesar da sua importante atuação no desenvolvimento econômico brasileiro, mesmo que indiretamente, contribuiu para o atraso da consolidação do mercado de capitais como fonte de financiamento às empresas.

A mentalidade avessa a abertura de capital do empresariado nacional também contribuiu para o atraso na solidificação do mercado de capitais nacional. A estrutura familiar de boa parte das empresas brasileiras ajudou a prosperar essa mentalidade, identificando na abertura de capital uma perda, mesmo que parcial, de gestão das empresas, representando um risco para o controle.

A abertura de capital também representava um maior controle de informações financeiras e patrimoniais das empresas. A obrigatoriedade de publicações de balanços e uma série de exigências cobradas por entidades governamentais, em especial a CVM<sup>5</sup>, pode ser encarado como uma perda de competitividade das empresas de capital aberto para as empresas fechadas. Uma vez que as empresas que não abrem capital, podem utilizar-se com maior facilidade de métodos informais de contabilidade, como por exemplo, o uso do chamado “caixa dois”.

Na falta de um mercado de capitais eficiente, a abertura de capital se torna uma fonte de financiamento menos atraente do que o financiamento por endividamento. Um Mercado de capitais pequeno ou sem liquidez encarece a administração do risco e a diversificação de carteira, dificultando também a coleta e o monitoramento de informações pelo mercado. Desta forma o processo de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é pouco expressivo.

Segundo (Mello apud PINHEIRO e FUKASAKU, 2000, p.79), o mercado de capitais brasileiro anteriormente ao processo de privatizações apresentava as seguintes características principais:

- A alta concentração acionária (conforme tabela 3). A concentração acionária das empresas brasileiras listadas em bolsa de valores é demasiadamente alta. O percentual médio de ações em posse dos 3 maiores acionistas, gira por volta de 50% para as empresas listadas em bolsa.

---

<sup>5</sup> Comissão de Valores Mobiliários, criada através da LEI n° 6.385 de 7 de dezembro de 1976 tem a finalidade de disciplinar o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas, assim classificados, as companhias abertas, os intermediários financeiros e os investidores, além de outros cuja atividade gira em torno desse universo principal (SANDRONI, 1999, p. 89).

<b>Companhias Registradas em Bolsa, por Setor</b>	
<b>Composição setorial (%) 1997</b>	
Indústria	28,9
Transportes/Telecomunicações/Utilidades públicas	50,8
Financeiro	9,4
Outros	10,9
<b>Concentração Acionária</b>	
Índice de concentração*	
Inclui Governo	0,5
Exclui Governo	0,5
Capital de Mercado das 10 Maiores Empresas (US\$ milhões)	
Estatais	2.908,00
Privadas	2.185,00

**Tabela 3 – Composição e Concentração Acionária no Mercado de Ações<sup>6</sup>**  
 Fonte: Mello (apud PINHEIRO; FUKASAKU, 2000, p. 81)

- As empresas estatais predominavam entre as empresas com registro em bolsa.

Tipo de Propriedade	Número de empresas registradas em bolsa	Total de Ativos (R\$ Milhoes)		Renda líquida (R\$ milhões)		
		%	%	%	%	
<b>ESTATAL</b>	20	40	238.611	73	53.838	50
<b>Capital Aberto</b>	14	28	151.369	46	45.567	43
Das quais Subnacionais	11	79	98.950	65	20,565	45
<b>Capital Fechado</b>	6	12	87.242	27	8.271	8
Das quais Subnacionais	1	17	10.081	12	488	6
<b>PRIVADAS</b>	30	60	88.072	27	52.831	50
<b>Capital Aberto</b>	23	46	72.395	22	37.808	35
Das quais antigas estatais	9	39	44.658	62	13.299	35
<b>Capital Fechado</b>	7	14	15.677	5	15.023	14
Das quais antigas estatais	0	0	0	0	0	0

**Tabela 4 - Indicadores do Mercado de Ações: Composição acionária no Brasil**  
 Fonte: Mello (apud PINHEIRO; FUKASAKU, 2000, p. 81)

<sup>6</sup> \* Definido como o percentual médio das ações detidas pelos três maiores acionistas.

Conforme tabela 4, as empresas estatais correspondem a apenas 40% das 50 maiores empresas com registro em bolsa. Entretanto seu patrimônio total (aproximadamente R\$ 240 bilhões), corresponde a mais de 70% do total de ativos das 50 maiores listadas em bolsa.

- As ações das companhias brasileiras tinham um baixo índice de Preço/Valor patrimonial. Esse índice expressa o valor de mercado da empresa em termos de seu patrimônio líquido. É calculado como valor de mercado dividido pelo valor patrimonial por ação da empresa. Com frequência, esse indicador situa-se abaixo de um para as empresas brasileiras listadas em bolsa de valores, o que desestimula o financiamento por capital acionário.
- Os ativos privatizáveis transacionados em bolsa de valores concentra-se nos setores de telecomunicações, empresas de serviços públicos e de transportes, dominando o volume negociado.

Assim a diminuição da participação estatal na antiga bolsa de valores de São Paulo, alcançada com o processo de privatização, buscou contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais à medida que os seguintes objetivos fossem alcançados:

- Alteração na propriedade acionária em favor do setor privado.
- Aumento dos volumes de transações e os preços das ações.
- Diminuição da concentração acionária.

Mesmo com o processo de privatização ainda em andamento, em 1997 a desestatização do setor produtivo estatal (destaque para os setores de siderurgia, mineração e petroquímico) foi concluída, e seus resultados podem ser observados na formação de uma nova composição acionária das empresas listadas em bolsa de valores.

Segundo dados apresentados na tabela 4, das 50 maiores empresas com registro em bolsa de valores, cerca de 40% das empresas privadas de capital aberto são antigas estatais e a combinação dos ativos dessas, correspondem a 62% do total de ativos das empresas privadas de capital aberto.

O aumento do volume negociado na BM&FBovespa era outro objetivo que as privatizações deveriam buscar para o desenvolvimento do mercado de capitais. Conforme a tabela 5, no período de 2000 a 2007 o aumento do volume negociado na bolsa de valores de São Paulo foi expressivo, na ordem de 291,92%.

Ano	Volume em R\$*
2000	260 bilhões
2001	195 bilhões
2002	168 bilhões
2003	207 bilhões
2004	297 bilhões
2005	367 bilhões
2006	530,8 bilhões
2007	1.019 trilhões

**Tabela 5 - Volume negociado na Bolsa de valores de São Paulo no Mercado a Vista<sup>7</sup>**

Fonte: economatica

No que se refere ao preço das ações das empresas privatizadas, acreditava-se que a gestão privada, com a implantação de prática de modernas técnicas de gestão, aliado a políticas empresariais “pró” acionista, traria a essas empresas, até então estatais, uma elevação do valor dessas empresas. “A gestão privada certamente elevaria, como de fato elevou, o valor das empresas até então estatais, que passaram a ter uma gestão mais eficiente e com um maior poder de investimento”. (BARROS et al., 2000, p.4).

Entretanto como menciona Giambiagi e Além (2001), nos casos em que a gestão privada aparentemente elevou a eficiência das empresas, há uma dificuldade em distinguir se essa elevação foi provocada em decorrência da desestatização, ou foram resultantes da liberalização econômica, da desregulamentação do mercado interno e/ou do melhor panorama macroeconômico.

---

<sup>7</sup>\* Ajustado pelo IPCA



Todavia, os autores destacam também que, através de um estudo elaborado pelo BNDES, constatou-se que as empresas dos setores de siderurgia, petroquímica e fertilizante após a desestatização, seus resultados apresentaram aumento da produção, do faturamento, do investimento, do lucro e da produtividade das empresas, com a redução do número de empregados. Indicando, assim, que o aumento de eficiência administrativa das empresas privatizadas, foi determinante para o desempenho positivo pós privatização.

As empresas ficaram mais eficientes e lucrativas com a privatização e que a melhoria de desempenho foi mais expressiva – tanto em termos estatísticos quanto em econômicos – nos casos da venda de controle do que de participação minoritárias, o que se explicaria pelo fato de que com a mudança de propriedade teriam melhorado os incentivos para os trabalhadores e administradores das empresas. (GIAMBIAGI; ALÉM, 2001, p.390)

Desta forma, levando-se em consideração a representatividade dessas empresas que até então eram estatais no mercado de capitais brasileiro, não se pode deixar de associar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro ao processo de desestatização da economia nacional. A ineficiência histórica da máquina pública, o uso político das empresas estatais aliado ao controle acionário absoluto e a elevada participação no mercado de capitais, trazem, por vezes, um risco que a maioria dos investidores, principalmente o pequeno investidor, não estão dispostos a incorrer.

Outro fator importante que o processo de privatização deveria proporcionar ao mercado, a fim de contribuir para o seu desenvolvimento, seria diminuição da concentração de ações nas mãos de poucos controladores.

No mercado de capitais brasileiro, após o processo de privatização e de medidas adotadas para a venda de participação que excedam o necessário para o controle (decreto 1.068/94), no que se refere as antigas empresas estatais, houve uma diminuição da concentração acionária, porém muito distante de uma pulverização:

[...] a participação acionária pulverizada é mais comum em mercados de capitais evoluídos, onde a capacidade de poupança da economia é elevada e a cultura do investimento em ações mais disseminada entre as pessoas. Em verdade, à medida que uma economia se desenvolve, o seu mercado de capitais também cresce, aumentando a quantidade de acionistas e promovendo uma maior pulverização do capital das empresas. Quando o mercado de capitais se torna mais pulverizado, eleva-se a disputa pelo controle da companhia, tornando as ações ordinárias mais atraentes que as preferenciais. (ASSAF NETO, LIMA, ARAUJO, 2008, p.2)

A preferência dos investidores na participação dos lucros, torna as ações preferenciais mais líquidas, indicando que nesse mercado, praticamente, não há disputa de controle (o caso brasileiro). Entre várias conseqüências danosas que a concentração da propriedade traz para o mercado de capitais, destaca-se a menor proteção do acionista minoritário.

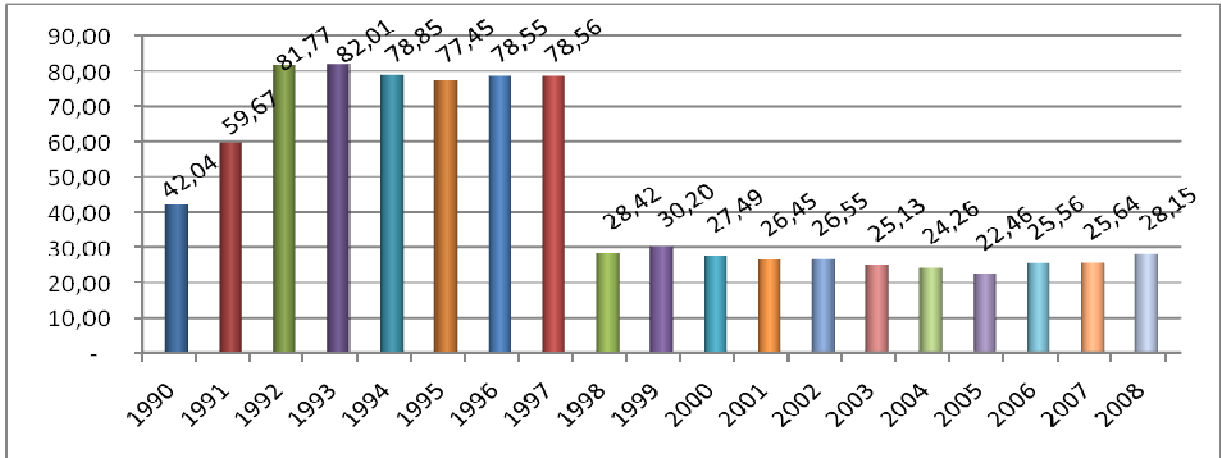
### **4.3 A participação das empresas estatais no índice Ibovespa**

As empresas estatais, assim como outras empresas, são motivadas a abrirem seu capital pela necessidade de financiamento e/ou, como no caso de algumas empresas estatais, para atender aos critérios estabelecidos pela lei das privatizações que impunha a abertura de capital. No caso de abertura para financiamento, seu controlador, o Estado, pode dispor de recursos para capitalizar a empresa, entretanto, por vezes, se faz necessário concentrar os investimentos do Estado em áreas mais carentes, como por exemplo: saúde, educação, segurança, etc.

Assim, as empresas estatais, como grande empresas da economia brasileira, dominaram entre as ações mais negociadas na antiga bolsa de valores de São Paulo, atual BM&FBovespa S.A.. E por conseqüência apresentavam, e ainda apresentam, uma grande participação no principal indicador do mercado de ações, o Ibovespa.

Para Carvalhosa (2008) a presença hegemônica de empresas estatais na bolsa de valores, aliado aos fatores conjunturais já citados, prejudicou o crescimento do mercado de capitais brasileiro como entidade de concentração de investimento.

O gráfico abaixo apresenta a participação das empresas estatais na carteira teórica do Ibovespa sempre em relação ao último quadrimestre de cada ano (setembro a dezembro), a partir de 1990.



**Gráfico 2 - Participação das Empresas Estatais no Índice Bovespa (em %)**

Fonte: Bovespa (2008); Elaboração: Autor

Conforme o gráfico, as empresas estatais apresentaram uma participação substancial na carteira teórica do índice Ibovespa no período selecionado, indicando um domínio entre as negociações, volume negociado e conseqüentemente na liquidez dos papéis na antiga bolsa de valores de São Paulo.

O auge da concentração de empresas estatais no Ibovespa ocorreu em 1993 com 82% de presença nesse indicador. Destaque para holding Telebrás, que sozinha acumulou participação de 50,47% na abertura da carteira teórica do Ibovespa de setembro a dezembro de 1993, um recorde de concentração em uma única empresa desse indicador. Após a privatização do sistema Telebrás ocorrido em 29/07/1998<sup>8</sup>, houve uma diminuição significativa da participação das empresas estatais entre as ações mais negociadas da bolsa de valores.

Entretanto, duas empresas estatais permanecem na carteira desde 1990, são elas, a estatal mais antiga do Brasil o Banco do Brasil S.A. e a petrolífera Petrobras S.A. Vale acrescentar também, que no período analisado, apenas duas empresas privadas conseguiram o feito de destacarem-se como as mais negociadas frente às empresas estatais da antiga bolsa de valores de São Paulo. São elas o grupo Paranapanema S.A. (1990), e mais recentemente a holding Telemar S.A. (entre os anos de 2001 a 2005) formada a partir da privatização das empresas da antiga holding estatal de telecomunicações, Telebrás S.A.

Ainda que a participação das empresas estatais no Ibovespa tenha diminuído significativamente ao longo da década de 1990 e começo dos anos 2000, hoje ainda se faz presente.

<sup>8</sup> Anexo – As Privatizações e os Reflexos na Composição do Índice Ibovespa

Com atualmente 28,15% de participação das empresas estatais no índice Ibovespa, somando-se a participação das empresas estatais federais e estaduais, a influência exercida pelo governo na bolsa de valores não se limita apenas a políticas macroeconômicas. Suas decisões interferem diretamente na cotação das ações das empresas estatais, e em consequência da participação ainda relevante no Ibovespa, pode interferir no desempenho desse importante indicador.

Conforme a tabela 6, somente a estatal petrolífera Petrobras detém participação de 18,66% do Ibovespa, onde sua ação preferencial responde como a ação mais líquida entre as negociadas na bolsa de valores com 15,80% de participação no indicador.

<b>Empresas Estatais</b>	<b>% Parc. no Ibovespa*</b>
Banco do Brasil	2,42%
Celesc	0,15%
Cemig	2,23%
Cesp	0,85%
Copel	0,91%
Eletrobrás	2,15%
Nossa Caixa	0,38%
<b>Petrobras</b>	<b>18,66%</b>
Sabesp	0,40%
<b>Total</b>	<b>28,15%</b>

**Tabela 6 - Participação de Empresas Estatais no Índice Bovespa (último quadrimestre de 2008)<sup>9</sup>.**

Fonte: BM&Fbovespa (2008); Elaboração: Autor

<sup>9</sup> \* somatório da participação no Ibovespa das ações Ordinárias (ON) e Preferenciais (PN)

## 4.4 As Empresas estatais e os acionistas minoritários

Como já abordado anteriormente, a concentração de propriedade nas mãos de poucos controladores (no caso das empresas estatais de um único controlador), é substancialmente danosa a dinâmica do mercado de capitais.

A tabela a seguir, mostra que a concentração das ações com direito a voto em posse do Estado das empresas estatais é superior a 50% para todas as empresas. Nesse caso, um dos principais prejudicados, uma vez que ficam expostos ao risco de medidas arbitrárias do controlador, é o acionista minoritário.

<b>Empresas Estatais</b>	<b>% de Participação Acionária Maior Acionista**</b>	<b>Maior Acionista</b>	<b>Níveis diferenciados de Governança Corporativa</b>
Banco do Brasil	65,30%	Tesouro Nacional	Novo Mercado
Celesc	50,18%	Estado de Santa Catarina	Nível 2
Cemig	50,96%	Estado de Minas Gerais	Nível 1
Cesp	94,08%	Fazenda do Estado de São Paulo	Nível 1
Copel	58,63%	Estado Do Paraná	Nível 1
Eletrobras	53,99%	União Federal	Nível 1
Nossa Caixa	71,25%	Estado de São Paulo	Novo Mercado
Petrobras	55,71%	União Federal	-
Sabesp	50,26%	Secretaria Da Fazenda do Estado de São Paulo	Novo Mercado

**Tabela 7 - Participação acionária nas empresas estatais e a alocação destas nos níveis diferenciados de GC.**<sup>10</sup>

Fonte: Bovespa 2008

<sup>10</sup> \*\* % de ações com direito a voto

Assim, percebe-se que a grande concentração da propriedade das empresas estatais nas mãos do estado enfraquece o mercado de capitais, uma vez que não traz disputa no controle dessas empresas e, como principal consequência, traz um risco adicional ao acionista minoritário. O acionista minoritário, além de ficar exposto ao risco inerente ao negócio da empresa, com a concentração de propriedade, também fica exposto a um risco societário de difícil avaliação.

O Estado, por vezes, pode tomar medidas que não busquem o melhor para os acionistas minoritários, entretanto, são medidas de ordem política que, dentro do planejamento estatal, buscam o melhor para o país como por exemplo, desvirtuar as atividades das empresas estatais transformando-as em instrumentos de política econômica, ou suprir alguns direitos dos acionistas minoritários para viabilizar projetos nacionais.

Nesse sentido a suspensão dos direitos dos minoritários sofrida com as alterações na lei das sociedades anônimas em 1997, é um caso em que o Estado pode impor sua vontade para alcançar os objetivos de políticas governamentais. Um dos principais objetivos das mudanças na estrutura da lei era viabilizar o processo de privatização e uma das formas para alcançar esses objetivos foi ampliar o poder de decisão dos controladores, em detrimento do acionista minoritário.

Para Carvalhosa (2008) as modificações da legislação em 1997 foram em linha a um interesse público de desestatização da economia brasileira:

Havia o interesse público em privatizar a economia brasileira, e em um momento preciso de 1997 a 2001 e esse interesse publico prevaleceu sobre o direito dos minoritários. Algumas estruturas da lei de Sociedades Anônimas foram suspensas em razão de um esforço para a desestatização, para modificar profundamente a estrutura da economia brasileira. A base dessa suspensão de direitos foi o interesse publico para viabilizar a economia brasileira. O Estado dentro de sua função permitiu que isso acontecesse.

Na conjuntura existente as modificações da lei das Sociedades Anônimas, no sentido de provocar a diminuição do poder dos acionistas minoritários, se justificava pela necessidade de atração de recursos externos e pela modernização rápida da economia brasileira. Naquele momento era de fundamental importância a velocidade e a eficiência na implementação do programa de privatizações.

Entretanto, as modificações da lei das Sociedades Anônimas, afetaram negativamente o mercado de capitais a medida que provocaram uma redução da transparência do mesmo, afetando assim a previsibilidade do comportamento dos controladores das empresas.

O acionista minoritário foi prejudicado com as mudanças dessa lei, pois tais mudanças trouxeram um risco adicional às operações em bolsa de valores. A cotação das ações passaram a não depender somente da performance da empresa, como também das decisões do sócio controlador, que, apesar de corretas perante a lei, podem ser baseadas em critérios totalmente arbitrários e independentes da situação econômica da empresa. (BARROS, et al. 2000, p.7).

Atualmente muito tem sido feito na tentativa de aumentar a proteção aos acionistas minoritários. A criação de níveis diferenciados de governança corporativa na bolsa de valores é um exemplo.

Os níveis diferenciados de governança corporativa são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. As empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance.

Não cabe aqui uma análise detalhada dos requisitos necessários para o ingresso das empresas em cada nível diferenciado de governança corporativa. Destaca-se somente que o grau de exigência de regras de transparência, de dispersão acionária, e regras de equilíbrio de direitos entre acionistas controladores e minoritários, entre outras, é crescente na seguinte ordem: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Conforme exposto na tabela 7, as empresas estatais se fazem presente nos diferentes níveis de governança corporativas da BM&FBovespa, exceto a Petrobras, indicando que há um comprometimento dessas empresas com a manutenção de boas práticas empresariais.

## 4.5 Os riscos inerentes ao investimento em empresas estatais e a recente expansão dessas empresas

Mesmo com a exposição de um número cada vez maior de empresas estatais a níveis diferenciados de governança, a desconfiança quanto à capacidade administrativa e os riscos de interferência política, devem ser ainda considerados como objeto de análise dessas empresas. A ambigüidade entre a face estatal e a face empresarial das empresas estatais ainda é presente na administração dessas empresas, elevando o risco de investimentos nessas companhias e fazendo que os investidores penalizem suas ações na bolsa de valores.

Segundo estudo da consultoria econômica publicado na revista Exame em 06 de agosto de 2007, o desempenho das empresas estatais que compunham o índice Ibovespa do período de 01 de janeiro 2007 a 31 de julho 2007, foi inferior ao desempenho desse indicador. A média ponderada do desempenho da carteira formada apenas por ações de empresas estatais pertencente ao Ibovespa (tabela 8) obteve uma valorização de 13,1%, 8,73 pontos percentuais a menos que a valorização alcançada pelo índice Ibovespa de 21,83%.

Empresas	Ações
Banco do Brasil	ON
Celesc	PN
Cemig	PN
Cesp	PN
Copel	PN
Eletrobrás	ON
Eletrobrás	PN
Petrobras	ON
Petrobras	PN
Sabesp	ON

**Tabela 8 - Carteira das ações de empresas estatais integrantes do índice Ibovespa de 01 de janeiro 2007 a 31 de julho 2007.**

Fonte: Bovespa 2008



As causas dessa desconfiança estão relacionadas com o grau de liberdade que essas empresas têm em gerenciar seus negócios. “A grande questão, ao se analisar qualquer empresa pública, é saber se a diretoria tem liberdade para fazer o que é preciso, e não o que é mais confortável para o governo” (CASTRO apud JULIBONI, 2007, p.3)

Um exemplo de interferência do Estado na administração de suas empresas estatais é, ainda hoje, o controle de preços e tarifas. Atualmente o controle de preços dos derivados de petróleo comercializados pela petrolífera estatal Petrobras é uma amostra de como ainda é dispendioso para as empresas estatais a interferência política. A decisão do Governo de que a empresa não repasse os aumentos sucessivos do preço do petróleo no mercado internacional para o mercado brasileiro, causa um impacto direto nos resultados da empresa. Segundo dados do Centro Brasileiro de Infra-estrutura (CBIE) somente no mês de fevereiro de 2008, essa defasagem custou à empresa um prejuízo diário de 16 milhões de reais (LIMA, 2008).

Essa medida contribui para o distanciamento da Petrobras de suas concorrentes internacionais. O ano de 2007 foi um ano positivo para o setor petrolífero, acumulando recordes históricos nos resultados das empresas do setor, principalmente pela disparada do preço do petróleo no mercado internacional. Entretanto a Petrobras teve uma queda de 17% no lucro do exercício de 2007 em comparação com o resultado de 2006. (LIMA, 2008).

Outro fato que tem chamado a atenção recentemente é a participação das empresas estatais em empresas privadas ou sua compra, gerando controvérsias sobre o real motivo da atual expansão das empresas estatais na economia brasileira.

Mais de 15 anos após o começo do processo de privatização, o Estado retorna como grande investidor da economia. Esse movimento tem sido identificado por alguns especialistas como sendo uma espécie “reestatização branca” de alguns setores em que o governo tem interesse de se fazer presente. Em princípio essa expansão estatal está concentrada no setor petroquímico, e no setor energético.

A reestatização branca é em síntese a compra por parte do Estado da participação majoritária de empresas privadas, obedecendo às leis de funcionamento de mercado. As comprar se dão, em sua maioria, através da aquisição das ações dessas empresas em bolsa de valores, sem a imposição de quaisquer medidas que obriguem a venda dessas empresas privadas.

A atual expansão estatal no setor petroquímico, vai de encontro ao modelo de privatização ocorrida em 1992, onde caberia a iniciativa privada à liderança do setor petroquímico. Entretanto a gigante estatal Petrobras retornou com peso ao setor. Embora a Petrobras nunca tenha se ausentado totalmente do setor petroquímico, atuando como parceira

com outras empresas privadas, a volta do Estado como sócio controlador de empresas petroquímicas, foi recebida com apreensão pelos empresários do setor, bem como para os investidores. Numa decisão polêmica a Petrobras adquiriu a Suzano petroquímica S.A., por R\$ 2,7 bilhões, um ágio de 160% em relação à cotação da empresa na BM&FBovespa. (BRITO; JUNIOR; TEREZA, 2007)

A principal justificativa para o retorno da estatal para o setor está no desejo do Estado brasileiro em organizar o setor petroquímico para melhor enfrentar a competição internacional. Entretanto a falta de clareza na ofensiva da Petrobras no setor já repercute negativamente na decisão de investimento privados, onde desconfia-se que a decisão foi fundamentada muito mais em um plano estratégico estatal de cunho ideológico. “A compra da Suzano petroquímica é a volta de uma visão ortodoxa e antiga de controle. A Petrobras deve esclarecer que peso quer ter no setor.” (BRITO; JUNIOR; TEREZA, 2007)

Outro exemplo do retorno do Estado com empresário e fomentador de investimentos está no ressurgimento da holding Eletrobrás. Depois da venda parcial de algumas empresas do grupo no processo de privatizações e de vários anos impedida de investir, a holding Eletrobrás volta ao setor elétrico nacional colecionando uma série de aquisições de projetos hidrelétricos que no passado estavam sendo concedidos à iniciativa privada.

A participação da Eletrobrás em projetos de menor porte na geração de energia vem sendo criticada pela iniciativa privada. Uma vez que, a participação estatal se faz necessária em projetos estruturantes, de grande porte, não cabendo a competição direta do Estado com o setor privado em projetos que este último tem condições de gerir.

Nesse sentido (BRITO; JUNIOR; TEREZA, 2007) destacam que, importantes grupos privados do setor energético brasileiro, estão ficando de fora de alguns projetos do governo, pois o preço estipulado pelo governo para a venda de energia fica abaixo da rentabilidade necessária para a viabilidade dos projetos. Entretanto a Eletrobrás, por meio de suas empresas, arrematou vários desses projetos com baixo retorno, ignorando o fato de ter ações negociadas em bolsa de valores e assim o acionista minoritário.

## 5. CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Baseado no ideário desenvolvimentista, o Estado brasileiro assumiu o papel de formulador do planejamento da industrialização nacional ocupando atividades econômicas onde o setor privado demonstrava incapacidade ou desinteresse em realizar investimentos e assumindo atividades em que julgasse ser de segurança nacional. Como peças fundamentais na industrialização nacional, as empresas estatais desempenharam um importante papel como indutoras do desenvolvimento econômico brasileiro. Com o objetivo principal de promover a industrialização rápida de um país de capitalismo atrasado, as mesmas atuaram intensamente nos setores de infra-estrutura, indústria de base e serviços públicos.

Dado o exposto no decorrer do desenvolvimento econômico brasileiro, a presença das empresas estatais, muitas vezes através de monopólios em atividades determinantes de boa parte dos custos da economia, gerou o interesse de diversos governos no uso dessas empresas como instrumentos de políticas econômicas. O uso das empresas estatais para atender objetivos de políticas macroeconômicas, seja na elaboração de políticas antiinflacionárias, através do controle de preços e tarifas, seja em políticas de investimentos, partiram da necessidade de se superar os desequilíbrios provenientes do próprio desenvolvimento da economia nacional.

Esse estudo fez uma análise histórica e empírica sobre a forma de inserção dessas grandes empresas nacionais na formação das empresas que compõem o principal índice de desempenho das ações negociadas na BM&FBovespa – Ibovespa, no período de 1990 a 2008.

Pela observação dos dados do período, as empresas estatais corresponderam a uma participação substancial em todos os anos analisados. Ressalta-se como os anos de maior concentração dessas empresas no Ibovespa, o período corresponde aos anos de 1990 a 1997.

Com o fim do processo de privatização das maiores empresas estatais, com destaque a privatização do sistema Telebrás, percebe-se que houve uma grande alteração na propriedade acionária das empresas integrantes do Ibovespa, favorecendo o setor privado.

Acreditava-se que essa alteração da propriedade acionária, beneficiaria o aumento do volume das transações e, possivelmente, os preços das ações dessas companhias, que até então eram estatais. Pela observação dos dados apresentados, percebe-se um contínuo aumento do volume negociado das empresas integrantes da BM&FBovespa, principalmente a partir do ano de 2002, ano que marcou o fim das privatizações.

Entretanto as empresas estatais que sobreviveram ao processo de privatização, destacam-se, ainda hoje, entre as empresas mais negociadas da BM&FBovespa.

Pelos aspectos analisados, entende-se que essa permanência das estatais entre as empresas integrantes do índice Ibovespa, é, demasiadamente, danoso ao mercado de capitais, submetendo os participantes desse mercado a condições de enorme concentração de propriedade acionária, não estimulando assim a disputa pelo controle dessas companhias, além de estimular o uso dessas empresas na satisfação de políticas governamentais.

Nesse sentido verificou-se que, apesar de todos os avanços no sentido de melhorar os mecanismos de governança das empresas estatais, essas ainda estão sujeitas as convicções ideológicas de cada governo sobre o papel que o Estado deve ter na economia.

Deste modo, conclui-se que, embora o mercado de capitais brasileiro seja considerado atualmente um mercado moderno e dinâmico, a presença ainda relevante das empresas estatais no principal indicador médio do desempenho das ações - o Ibovespa, mostra-se como um obstáculo ao maior desenvolvimento desse mercado.

Sugere-se que, para melhor explicar o grau de interferência do Estado em suas empresas estatais, e a repercussão direta dessa interferência na cotação de suas ações negociadas na BM&FBovespa, que se aprofunde os estudos sobre as nomeações para cargos comissionados ou de confiança em empresas estatais e para seus conselhos de administração; a análise da evolução do valor de mercado das empresas privatizadas, bem como a elaboração de estudos no sentido de comparar a rentabilidade das ações de empresas estatais, com o seus pares privados.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. LIMA, Fabiano G. ARAUJO, Adriana M. P. **A realidade da concentração do capital no Brasil: um estudo comparativo com outras economias emergentes**, USP, 2008.

BACHA, Edmar L. **Ensaio sobre política econômica e industrialização no Brasil**, 1996

BARROS, José M.; et al. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, BOVESPA, 2000. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf>> . Acesso em 10 out. 2008.

BARROS, Aidil Jesus da Silveira; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza. **Fundamentos de metodologia científica: um guia para a iniciação científica**. 2. ed. ampliada. São Paulo : MAKRON, 2000.

BELO, Manoel Alexandre C. **A atividade empresarial do estado**. Paraiba: Fix, 1989.

BRASIL. Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990. Cria o Programa Nacional de Desestatização e da outras providencias. Lex: legislação federal. 2 trim. 1990.

BRENNER, Eliana de Moraes; JESUS, Dalena Maria Nascimento de. **Manual de planejamento e apresentação de trabalhos acadêmicos: projeto de pesquisa, monografia e artigo**. São Paulo: Atlas, 2007.

BRUM, Argemiro J. **Desenvolvimento Economico Brasileiro**. ed 17°, Petropolis: VOZES 1997

BRITO, Agnaldo; JUNIOR, Nilson Brandao; TEREZA, Iraci. **‘Reestatização branca’ Ganha Espaço no 2º Mandato de Lula**. O ESTADO DE SÃO PAULO, 12 agosto 2007. Disponível em: < [http://www.estadao.com.br/economia/not\\_eco33448,0.htm](http://www.estadao.com.br/economia/not_eco33448,0.htm)>. Acesso em: 01 nov. 2008.

BNDES, < <http://www.bndes.gov.br/privatizacao/pndnew.asp>>. Acesso em: 01/08/2008.

BOVESPA. < <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 15/08/2008.

CARVALHOSA, Modesto. **Mercado terá que Enfrentar Poison Pills e Capacidade Gerencial**, Espaço Jurídico Bovespa, 01 fev. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/080201NotA.asp>>. Acesso em: 12 agosto 2008.

DAIN, Sulamis. **A empresa estatal e capitalismo contemporâneo – Teses**. Campinas: UNICAMP, 1986

FRISCH, Felipe. **Presença do Estado**. Valor Econômico, São Paulo, 27 de out. 2004, Caderno EU&Investimentos, p.D1-D6.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro Produtos e Serviços**. 16ª ed. São Paulo: Qualitymark, 2005.

GIAMBIAGI, Fabio; Além, Ana C. **Finanças Públicas – Teoria e Prática no Brasil**. 2º ed. São Paulo: Campus. 2001.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999

IPEA. **A Empresa Publica no Brasil: Uma abordagem multidisciplinar**. São Paulo: IPEA, 1980.

IPEA/CEPAL, **Planejamento e controle do setor de empresas estatais**. Brasília: IPEA, 1983

IPEA. **A empresa publica no Brasil: uma abordagem multidisciplinar – Coletânea de monografias**. Brasília: IPEA, 1980

JULIBONI, Marcio. **Empresas privadas se valorizam quase o dobro das estatais na Bovespa**, Portal Exame, 06 agosto 2007. Disponível em: <[http://portalexame.abril.com.br/degustacao/secure/degustacao.do?COD\\_SITE=35&COD\\_RECURSO=211&URL\\_RETORNO=http://portalexame.abril.uol.com.br/financas/m0135287.html](http://portalexame.abril.com.br/degustacao/secure/degustacao.do?COD_SITE=35&COD_RECURSO=211&URL_RETORNO=http://portalexame.abril.uol.com.br/financas/m0135287.html)>. Acesso em: 25 out. 2008.

KEYNES, M. Jonh. **A Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda**. São Paulo: Atlas, 1982.

LIMA, Samantha. **Mais Longe das Melhores**. EXAME, São Paulo, nº5, Ano 42, p. 100-103, 26 mar. 2008.

MANTEGA, Guido. **A Economia Política Brasileira**. 8. Ed. Petrópolis: Vozes, 1995.

OLIVEIRA, Maria Marly de. **Como fazer pesquisa qualitativa**. Petrópolis, RJ: Vozes, 2007.

PINHEIRO, Armando C.; FUKASAKU, Kiichro. **A privatização no Brasil – O caso dos serviços de utilidade pública**. Brasil: BNDES, 2001.

PORTO, Tupy Correa. **Estatais A verdade contra a farsa**. 1983

RAUPP, Fabiano M.; BEUREN, Ilse M. Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais. In: BEUREN, Ilse Maria. **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, p. 76-97, 2003.

RIMA, H. I. **História do Pensamento Econômico**. São Paulo: Atlas, 1977.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo Dicionário de Economia**. São Paulo: Best Seller, 1999.

SMITH, Adam. **Os Economistas, A Riqueza das Nações - Investigação sobre sua Natureza e suas causas**. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2004.

WERNECK, Rogério L. Furquim. **Empresas Estatais, Controle de Preços e Contenção de Importações**. Texto para Discussão N° 93 – Departamento de Economia, PUC RJ. 1985.

## ANEXO A

<b>As Privatizações e os Reflexos na Composição das Empresas Estatais Participantes do Índice Ibovespa ( em %)**</b>																			
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Banespa</b>	2,41	1,74	2,30	1,38	0,80	0,39	0,18	0,99	2,72	2,27	*								
<b>Banco do Brasil</b>	2,93	2,16	3,44	2,30	2,83	1,56	1,60	1,31	2,46	1,74	1,17	1,56	1,82	1,35	0,83	1,00	1,32	1,71	2,42
<b>Celesc</b>									0,64	0,97	1,08	0,47	0,54	0,45	0,95	0,87	0,60	0,33	0,15
<b>Cemig</b>		0,26	2,63	4,60	4,25	3,24	2,75	3,78	3,35	3,56	3,99	2,74	2,95	3,03	3,12	2,80	2,32	1,81	2,23
<b>Cesp</b>					1,19	0,54	0,33	1,10	1,81	0,82	0,81	1,20	0,64	0,43	0,56	0,47	0,46	1,14	0,85
<b>Copel</b>										1,11	1,11	1,10	1,42	1,76	1,70	1,32	1,39	1,02	0,91
<b>Eletrobras</b>		1,82	7,55	8,24	14,99	15,10	10,17	10,25	8,26	9,32	6,17	4,96	4,81	4,34	4,48	4,54	3,39	2,80	2,15
<b>Eletropaulo</b>								0,68	0,35	*									
<b>Light</b>			1,34	0,81	1,24	0,80	*												
<b>Nossa Caixa</b>																			0,38
<b>Petrobras</b>	12,76	16,85	7,71	3,74	9,76	11,26	8,69	7,46	8,83	10,15	11,15	12,49	12,31	12,03	11,12	9,98	15,32	16,15	18,66
<b>Petrobras Distr.</b>											0,51	0,53	0,52	-					
<b>Sabesp</b>											0,85	0,81	1,04	1,36	1,06	0,99	0,76	0,68	0,40
<b>Telebras</b>	7,39	18,72	42,17	52,81	35,53	36,10	47,42	48,44	*										
<b>Telesp</b>		0,60	2,86	2,06	2,66	2,38	3,06	3,63	*										
<b>Telerj</b>								0,62	*										
<b>Telepar</b>				0,44	0,17	0,23	0,30	*											
<b>Tran. Paulista</b>										0,26	0,65	0,57	0,51	0,38	0,44	0,51	*		
<b>Vale do Rio Doce</b>	16,55	17,52	11,77	6,07	5,16	5,91	4,12	*											
<b>Total de Participação No Ibov.</b>	<b>42,04</b>	<b>59,67</b>	<b>81,77</b>	<b>82,01</b>	<b>78,85</b>	<b>77,45</b>	<b>78,55</b>	<b>78,56</b>	<b>28,42</b>	<b>30,20</b>	<b>27,49</b>	<b>26,45</b>	<b>26,55</b>	<b>25,13</b>	<b>24,26</b>	<b>22,46</b>	<b>25,56</b>	<b>25,64</b>	<b>28,15</b>

Fonte: Bovespa 2008

Elaboração: Autor

\* Ano da privatização

\*\* Cálculo com Base na Última Carteira Teórica de cada ano



