

**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA  
FACULDADE DE TECNOLOGIA  
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA CIVIL E AMBIENTAL**

**ABERTURA DE CAPITAL COMO ALTERNATIVA PARA O  
FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA PORTUÁRIA  
BRASILEIRA**

**NILO DE SOUZA CAMPOS**

**ORIENTADOR: PhD. CARLOS HENRIQUE ROCHA**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO EM TRANSPORTES**

**PUBLICAÇÃO: T.DM – 024 A/2012**

**BRASÍLIA/DF: NOVEMBRO – 2012**

**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA  
FACULDADE DE TECNOLOGIA**

**DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA CIVIL E AMBIENTAL**

**ABERTURA DE CAPITAL COMO ALTERNATIVA PARA O FINANCIAMENTO  
DA INFRAESTRUTURA PORTUÁRIA BRASILEIRA**

**NILO DE SOUZA CAMPOS**

**DISSERTAÇÃO SUBMETIDA AO DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA CIVIL E  
AMBIENTAL, DA FACULDADE DE TECNOLOGIA DA UNIVERSIDADE DE  
BRASÍLIA, COMO PARTE DOS REQUISITOS NECESSÁRIOS PARA A  
OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE EM TRANSPORTES.**

**APROVADA POR:**

---

**CARLOS HENRIQUE ROCHA, PhD (FUP - UNB)  
(Orientador)**

---

**JOSÉ AUGUSTO ABREU SA FORTES, Dr. (ENC - UNB)  
(Examinador Interno)**

---

**JOSÉ CARNEIRO DA CUNHA OLIVEIRA NETO, Dr. (FACE – UNB)  
(Examinador Externo)**

**BRASÍLIA/DF: NOVEMBRO – 2012**

## **FICHA CATALOGRÁFICA**

CAMPOS, NILO DE SOUZA

Abertura de Capital Como Alternativa Para o Financiamento da Infraestrutura Portuária Brasileira.

xvi, 78 p., 210x297 mm (ENC/FT/UnB, Mestre, Transportes, 2012).

Dissertação de Mestrado – Universidade de Brasília. Faculdade de Tecnologia. Departamento de Engenharia Civil e Ambiental.

1. Abertura de Capital

2. Portos

3. Mercado de Capitais

4. Financiamento de Transportes

I. ENC/FT/UnB

II. Título (Série)

## **REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA**

CAMPOS, N. S. (2012). Abertura de Capital como Alternativa de Financiamento da Infraestrutura Portuária Brasileira.

Dissertação de Mestrado, Publicação T.DM-024A/2012, Departamento de Engenharia Civil e Ambiental, Universidade de Brasília, Brasília, 78 p.

## **CESSÃO DE DIREITOS**

NOME DO AUTOR: Nilo de Souza Campos

TÍTULO DA DISSERTAÇÃO DE MESTRADO: Abertura de Capital Como Alternativa Para o Financiamento da Infraestrutura Portuária Brasileira.

GRAU/ANO: Mestre / 2012

É concedida à Universidade de Brasília permissão para reproduzir cópias desta dissertação de mestrado e para emprestar ou vender tais cópias somente para propósitos acadêmicos e científicos. O autor reserva outros direitos de publicação e nenhuma parte desta dissertação de mestrado pode ser reproduzida sem a autorização por escrito do autor.

---

Nilo de Souza Campos

NILO.CAM@GMAIL.COM

# **DEDICATÓRIA**

*A Deus, minha família e principais incentivadores desta árdua etapa concluída.*

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço ao professor Carlos Henrique Rocha pela orientação deste trabalho e suas sempre pertinentes considerações e opiniões a respeito do tema.

Agradeço a minha mãe Márcia e meu pai Gabriel pelos diversos tipos de apoio, inclusive financeiro, durante o período do curso.

Agradeço também a meus grandes amigos doutores, Adolfo Sachsida, que inclusive foi membro da banca de apresentação do projeto, e José Carneiro que por tantas vezes não mediram esforços para ajudar no que fosse necessário e sem os quais, nem sei se teria chegado a este ponto da vida acadêmica, além dos vários incentivadores da UCB, como o professor Ricardo, professor Rogério, Virgínia, entre tantos outros.

Agradeço ao professor José Augusto pela participação na banca de projeto e pela organização da viagem à Santos, que permitiu-me um importante reforço de ideias pré-existentes, bem como o conhecimento de causa indispensável sobre o tema.

Agradeço também a meu grande amigo Neftalí Saez por suas constantes palavras de motivação e compreensão a respeito de problemas diversos enfrentados durante o curso, além de tantas cooperações e parcerias em inúmeros trabalhos.

Agradeço aos colegas da turma de 2011 do mestrado, por tornarem o período de realização de disciplinas menos penoso, cada um ocupando substancial parcela de benesses, são eles:

Arthur, Caroline, Charles, Cristiane, Fabiane, Fabíola, Fernanda, Paulo, Rodrigo, Roméa, Janneth, Sandro, Willian, muitos dos quais, parceiros de responsabilidades, conversas, troca de experiências, almoços e divertimentos, além da sempre prestativa secretária do PPGT Lucinete.

Além, dos tantos doutorandos que estiveram por perto e sempre contribuindo com meu crescimento intelectual, sendo alguns de suma importância para o proveitoso andamento do curso, são eles:

Édson companheiro em várias empreitadas, Evandro, Fabrício, Patrícia entre outros.

Agradeço ainda, os membros do então recém-criado Grupo de Pesquisa em Economia de Transportes, Eliezé, Thaís e Grazielle, pelas rodadas de debates sobre temas importantes e consideráveis contribuições.

E por fim, agradeço a tantos outros não citados, porém integrantes da história deste período (nada agradável devido a fatores externos, que fique claro) em minha vida.

“É tudo sobre dinheiro, o resto é conversa.”  
(Gordon Gekko - Wall Street: Poder e Cobiça)

## RESUMO

### ABERTURA DE CAPITAL COMO ALTERNATIVA PARA O FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA PORTUÁRIA BRASILEIRA.

A estrutura de capital dos portos brasileiros é um tema de extrema relevância para a economia de transportes. As fontes de financiamento adotadas impactam diretamente na gestão destas empresas, que por sua vez, está absolutamente relacionada à eficiência operacional encarregada de suprir as demandas crescentes no Brasil. Com a busca pelas alternativas de capitalização diferentes do endividamento, a abertura de capital é apresentada como uma sugestão passível de aplicação ao caso brasileiro, que demonstra carência de investimentos segundo estudo realizado pelo IPEA. Para o instituto, há a necessidade de cerca de quarenta e dois bilhões de reais para a colocação dos portos nacionais em condições minimamente aceitáveis aos padrões internacionais, quantia esta, muito maior do que o um bilhão e meio aplicado entre esforços públicos e privados no ano de 2008. Como principal base para esta pesquisa, está o caso chinês, que demonstra o sucesso da privatização dos portos, que figuram entre os mais eficientes do mundo, sem praticamente esforço por parte do governo. As doutrinas societárias, bem como a teoria de decisão de investimento, o custo do capital, além dos modelos e métodos existentes para a promoção desta abertura, também constam entre as premissas da proposta em questão, precedendo o novo modelo societário proposto. Os objetivos que buscam pela confirmação da hipótese principal, que insere a iniciativa privada na estrutura societária dos portos, são confirmados através do levantamento dos custos referentes ao endividamento e a privatização, além da evidência externa ao Brasil e experiências em outros setores como aviação e exploração de rodovias.

**Palavras chave:** Abertura de capital, portos, mercado de capitais.

## **ABSTRACT**

### **CAPITAL OPENING AS AN ALTERNATIVE TO THE FINANCING OF BRAZILIAN PORT INFRAESTRUCTURE.**

The capital structure of the Brazilian ports is an issue of extreme importance to the economy of transport. Funding sources taken directly impact the management of these companies, which in turn is directly related to operational efficiency charge of supplying the growing demand in Brazil. With the search for alternatives other than debt capitalization, the IPO is presented as a suggestion that can be applied to the Brazilian case, which demonstrates the lack of investments according to IPEA. For the institute, there is a need for about forty-two billion dollars to the placement of ports on national conditions minimally acceptable international standards, this amount, much larger than a billion and a half applied between public and private efforts in 2008 . As the main basis for this research, is the Chinese case, which demonstrates the success of privatization of ports, which are among the most efficient in the world, almost without effort by the government. The doctrines of corporate as well as the theory of investment decision, cost of capital, beyond the existing models and methods for promoting this opening also included among the premises of the proposal in question, preceding the proposed new corporate model. The goals by seeking confirmation of the main hypothesis, that inserts the private ports in the corporate structure, are confirmed by surveying the costs relating to debt and privatization, as well as external evidence to Brazil and experiences in other sectors such as aviation and exploration highways.

**Key words:** IPO, ports, capital market

# SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
1.1. Apresentação.....	1
1.2. Formulação do problema.....	3
1.3. Hipótese.....	4
1.4. Objetivo geral.....	4
1.5. Objetivos específicos.....	4
1.6. Justificativa.....	4
1.7. Metodologia.....	7
1.8. Estruturação do trabalho.....	10
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>11</b>
2.1. Sociedades.....	11
2.2. Estrutura de capital.....	12
2.3. Custo do capital.....	16
2.4. Teoria da decisão de investimento.....	18
2.5. Embasamento legal.....	19
2.6. Abertura de capital e doutrinas políticas.....	22
<b>3. PRIVATIZAÇÕES E EVIDÊNCIA HISTÓRICA.....</b>	<b>24</b>
3.1. Sociedades no exterior.....	24
3.2. Experiências de abertura de capital realizadas recentemente.....	28
3.2.1. Leilões dos aeroportos em 2012.....	29
3.2.2. Linha 4 (amarela) do metrô da cidade de São Paulo.....	30
3.3. Entraves ao caso brasileiro.....	32
3.4. Histórico dos portos brasileiros.....	33
3.5. Condição atual dos portos brasileiros.....	38
<b>4. FIRMAS PORTUÁRIAS.....</b>	<b>43</b>
4.1. Contratos sociais dos portos brasileiros.....	43
4.2. Doutrinas societárias.....	43
4.3. Modelos e métodos de abertura de capital.....	46

4.3.1.	Modelagem pulverizada .....	47
4.3.2.	Modelagem concentrada .....	48
4.3.3.	Modelagem sequencial .....	48
4.3.4.	Métodos de venda.....	49
4.3.5.	Método da OPA ou Oferta pública de ações .....	49
4.3.6.	Método de Leilão .....	50
4.3.7.	Método de Licitação.....	50
4.3.8.	Método de Venda Direta .....	50
<b>5.</b>	<b>ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO .....</b>	<b>52</b>
5.1.	Levantamento de recursos através do endividamento .....	53
5.2.	Levantamento de recursos através da abertura de capital. ....	54
5.2.1.	Atratividade do investimento.....	59
<b>6.</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>61</b>
6.1.	Confirmação dos resultados .....	61
6.2.	Conclusão .....	61
6.3.	Sugestões para futuras pesquisas.....	62
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>63</b>

## LISTA DE TABELAS

<b>TABELA 1:</b> Investimentos públicos e privados em infraestrutura – 1999-2008 (em reais) .....	5
<b>TABELA 2:</b> Ranking dos portos mais eficientes do mundo por movimentação de containers. ....	6
<b>TABELA 3:</b> Compradores dos aeroportos. ....	29
<b>TABELA 4:</b> Previsão de gastos do Plano de Reparcelhamento Nacional de Portos e Navegação 1952-1955 (em mil dólares). ....	35
<b>TABELA 5:</b> Previsão de investimentos do Plano Portuário Nacional (1963-1966) (em dólares). ....	36
<b>TABELA 6:</b> Previsão de gastos no Plano Diretor Portuário do Brasil 1975-1984 (em dólares).....	37
<b>TABELA 7:</b> Planos de investimento portuário.....	38
<b>TABELA 8:</b> Premissas dos terminais portuários no Brasil. ....	41
<b>TABELA 9:</b> Etapas e custos para a abertura de capital de uma empresa.....	56
<b>TABELA 10:</b> Exemplos de custos de abertura de capital. ....	56
<b>TABELA 11:</b> Custos constatados em aberturas de capital na BM&FBovespa nos períodos entre 2005 e 2011.....	57
<b>TABELA 12:</b> Comportamento dos custos divididos entre comissões e despesas.....	57
<b>TABELA 13:</b> Custos de abertura de capital divididos por natureza e faixas de distribuição. ....	58
<b>TABELA 14:</b> Capital em número de ações ordinárias e preferenciais da CODESP.....	59

## LISTA DE FIGURAS

<b>FIGURA 1:</b> Portos marítimos Brasileiros. ....	1
<b>FIGURA 2:</b> Crescimento da movimentação de cargas nos portos brasileiros em relação à média global e ao PIB. ....	6
<b>FIGURA 3:</b> Estrutura da metodologia adotada na dissertação.....	8
<b>FIGURA 4:</b> Terminais de uso privativo no Brasil em 2008.....	40

## LISTA DE SIGLAS

- ANTAQ** – Agência Nacional de Transporte Aquaviário.
- BNDES** – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.
- BID** – Banco Interamericano de Desenvolvimento.
- CADE** – Conselho Administrativo de Defesa Econômica.
- CAP** – Conselho da Autoridade Portuária.
- CAPM** – *Capital Asset Price Model*
- CODESP** – Companhia de Docas de São Paulo.
- CVM** – Comissão de Valores Mobiliários
- DNIT** – Departamento Nacional de Infraestrutura de Transportes.
- GEIPOT** – Grupo de Estudos para Integração da Política de Transportes, posteriormente mudado para Empresa Brasileira de Planejamento de Transportes.
- GESP** – Secretaria Municipal de Transportes de São Paulo.
- IFPRC** – Inspeção Federal de Portos Rios e Canais.
- IFVM** – Inspeção Federal de Viação Marinha.
- IGI** – Inspeção Geral de Iluminação.
- IPEA** – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.
- Ke** - Custo de oportunidade do capital próprio.
- Ki** - Custo do capital de terceiros.
- MT** – Ministério dos Transportes.
- P** - Passivo oneroso.
- PL** - Patrimônio líquido.
- SEP** – Secretaria Especial de Portos.
- TEU** - Twenty Feet or Equivalent Unit
- WP** - Proporção do capital próprio  $[PL/P+PL]$ .
- WP** - Proporção do capital de terceiros  $[P/P+PL]$ .
- WSC** – World Shipping Concil.

# 1. INTRODUÇÃO

## 1.1. Apresentação

A importância dos portos para as economias nacionais é inquestionável. A capacidade operacional e gerencial dos portos brasileiros evoluiu com a lei dos portos, contudo segundo estudo do IPEA, ainda há muito que melhorar.

A nítida evolução das condições operacionais da superestrutura é constatada pelos grandes investimentos realizados pelo setor privado detentor das concessões, contrastando também no quase completo abandono da infraestrutura portuária brasileira pelo governo.

O Brasil atualmente possui 34 portos marítimos representados na figura 1 abaixo.

**FIGURA 1:** Portos marítimos Brasileiros.



Fonte: ANTAQ 2012.

A carência e obsolescência da infraestrutura portuária compreendendo vias de acesso, necessidades de dragagem constante e até mesmo o tamanho dos berços de acostagem, além

de inadequações administrativas, são fatores decisivos para a adoção de medidas urgentes por parte do governo a fim de sanar as consequências observadas.

Os maciços investimentos em maquinário como guindastes, caminhões e tratores nos terminais, bem como mão de obra especializada e maior flexibilidade trabalhista fizeram com que o setor privado fosse responsável pela prestação razoável de serviços portuários.

Estudos aprofundados sobre a composição acionária e fontes de financiamento das empresas portuárias brasileiras são exigidos para que as tomadas de decisão por parte dos órgãos competentes sejam embasadas cientificamente atingindo assim, a solução dos referidos infortúnios.

Sendo assim, inicia-se a seguinte proposta de pesquisa focada na estrutura de capital dos portos marítimos brasileiros, que ao longo de décadas foi consolidada como um assunto de suma importância para as finanças empresariais, mesmo não havendo consenso sobre uma estrutura ótima e até mesmo sobre a relevância da estrutura de capital na formação de valor da firma.

O estudo do objeto mencionado para os mais diversos setores da economia vem se tornando frequente no Brasil, mesmo não atendendo ainda, esferas primordiais da economia, como o setor de transportes marítimos. A evidência deste tipo de pesquisa para a área de portos pode ser de grande valia para a transposição de barreiras enfrentadas por novos agentes interessados no ingresso no setor e para atores já presentes no mercado, além de figurar como uma possível solução às necessidades de investimentos, até então ignoradas pelo governo.

As duas maiores linhas de pensamento sobre estrutura de capital surgiram com Durand (1952) que enfatizou a existência de uma estrutura ótima de capital que deveria ser adotada pelas empresas para a obtenção de um melhor desempenho no mercado e Modigliani e Miller (1958) que discutiria sobre a irrelevância do modo de endividamento da empresa na estrutura de capital.

Com o debate acalorado entre diversos autores do meio ao longo de décadas sobre a existência ou não de uma estrutura ótima de capital, a evidência empírica demonstra uma busca por parte das empresas de um padrão ótimo de endividamento, mantendo a comprovação dos fatores deste ponto ótimo em aberto desde o trabalho de Durand (1952).

Inicialmente, o mercado de capitais tem como objetivo servir como meio de ligação entre os agentes poupadores e os tomadores de recursos, o que nos remete um tópico também bastante discutido entre os economistas de várias linhas de pensamento, que é sobre a eficiência do mercado.

O fato constatado é que havendo ou não uma estrutura ótima de capital e se o padrão de endividamento afeta ou não os resultados operacionais da empresa, o mercado acompanha as decisões tomadas pelas firmas, premiando ou punindo suas ações, de acordo com os erros e acertos das decisões tomadas pelos seus dirigentes, argumento este, que somente se aplica com a participação privada nessas empresas, já que com a propriedade totalmente estatal, não há este tipo de controle pelo mercado.

Com o foco da presente pesquisa voltado à estrutura de capital dos portos marítimos brasileiros, surge a necessidade do levantamento do subtema “abertura de capital”, por tratar-se da única alternativa de mudança na estrutura da composição acionária dessas empresas.

A abertura de capital pode se tornar uma saída viável à captação dos recursos imperativos às empresas portuárias brasileiras, pela possibilidade do aumento dos investimentos e abertura de novas alternativas de negócios segundo Niada (2011).

Desde a promulgação da Lei 8630/93, conhecida como lei dos portos, um importante passo foi dado para a possibilidade de abertura de capital dos portos brasileiros. Esta lei deu início à tentativa de organização e estabelecimento de diretrizes a serem seguidas pelas administrações dos portos públicos segundo Gilbertoni (1999).

O trabalho seguirá efetuando uma análise sobre as estruturas societárias dos portos marítimos brasileiros, descrevendo empresas similares estrangeiras consideradas eficientes, além do levantamento de argumentos à participação governamental no capital dos portos e da necessidade real do levantamento da presente discussão.

## **1.2. Formulação do problema**

Com a problemática dos baixos investimentos governamentais e escassez de recursos existentes para a administração dos portos marítimos brasileiros, a sugestão de mudança na estrutura de capital através da abertura de capital, ou privatização é levantada como alternativa a captação de recursos a serem aplicados na melhoria da infraestrutura existente.

Com a concorrência existente entre as firmas, o aprimoramento constante da eficiência entre suas relações e a evidência empírica negativa de fatos decorridos na economia brasileira, principalmente no setor de transportes, além das opções existentes de financiamento que vão desde as receitas normais passando pelo endividamento e por último a abertura de capital, levanta-se o problema a ser estudado nesta pesquisa:

**A abertura de capital é uma alternativa adequada à obtenção de recursos para investimentos em infraestrutura no setor portuário marítimo brasileiro?**

### **1.3. Hipótese**

A hipótese que foi levantada ao longo do processo de aprendizagem iniciado com a exploração deste tema é a de que: **A abertura de capital é uma alternativa adequada à obtenção de recursos para investimentos no setor portuário marítimo brasileiro.**

### **1.4. Objetivo geral**

Em geral, esta pesquisa propõe o estudo de alternativas de financiamento aos investimentos requeridos em infraestrutura portuária no Brasil, observando a simulação de cenários construídos à partir de opções existentes atualmente.

### **1.5. Objetivos específicos**

Os principais objetivos específicos que devem ser ressaltados neste item são:

- Estudar os modelos societários de portos mundiais e suas estruturas de capital;
- Buscar argumentação consistente em prol da abertura de capital das companhias;
- Observar a legalidade das propostas de acordo com as leis existentes;
- Comparar cada uma das alternativas de financiamento e suas aplicabilidades.

### **1.6. Justificativa**

A discussão sobre a falta de investimentos em infraestrutura portuária tem sido um tema recorrente no debate político e acadêmico nacional, ocupando inclusive, um importante papel nas questões de comércio exterior.

O Brasil possui trinta e quatro portos marítimos, sendo alguns deles delegados ao setor público federal, alguns ao setor público estadual e um ao poder municipal.

Os investimentos em infraestrutura portuária ficam a cargo do Departamento Nacional de Infraestrutura em Transportes (DNIT), vinculado ao Ministério dos Transportes. A Tabela 1 fornecida pela SEP – Secretaria de Portos, apresenta o volume de recursos aplicados nos portos brasileiros frente às necessidades de investimento que chegam a quarenta e dois bilhões, entre 1999 e 2008 segundo o IPEA. Como pode ser visto, a diferença entre recursos aplicados e necessidades é expressiva.

**TABELA 1:** Investimentos públicos e privados em infraestrutura – 1999-2008 (em mil reais)

Investimento	Ano	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	público	Investimentos em Transportes	620,36	776,01	1037,4	2480,24	1091,9	1025,5	2453	2443,4	4484,1
Investimentos em Portos		67,03	114,87	257,71	903,5	525,14	121,83	150,1	106,91	257,9	580,97
% Setor portuário		10,80%	14,80%	24,84%	36,43%	48,09%	11,88%	6,12%	4,38%	5,75%	19,30%
privado	Investimentos em Transportes (BNDES)	1115,3	1051,3	1532,6	2616,04	4245,5	7174,8	10713	12668	20209	30339
	Investimentos em Portos (BNDES)	64,87	56,72	69,12	161,44	438,85	553	343,3	403,05	644,4	661,5
	Participação empresários	43,24	37,81	46,08	107,63	292,57	368,66	228,8	268,7	429,6	441
	Investimento privado total em portos	108,11	94,53	115,2	269,06	731,41	921,66	572,1	671,75	1074	1102,5
	% Setor portuário	9,69%	8,99%	7,52%	10,29%	17,23%	12,85%	5,34%	5,30%	5,31%	3,63%
	Investimento total portos	175,14	209,4	372,91	1172,57	1256,6	1043,5	722,2	778,66	1331,9	1683,5

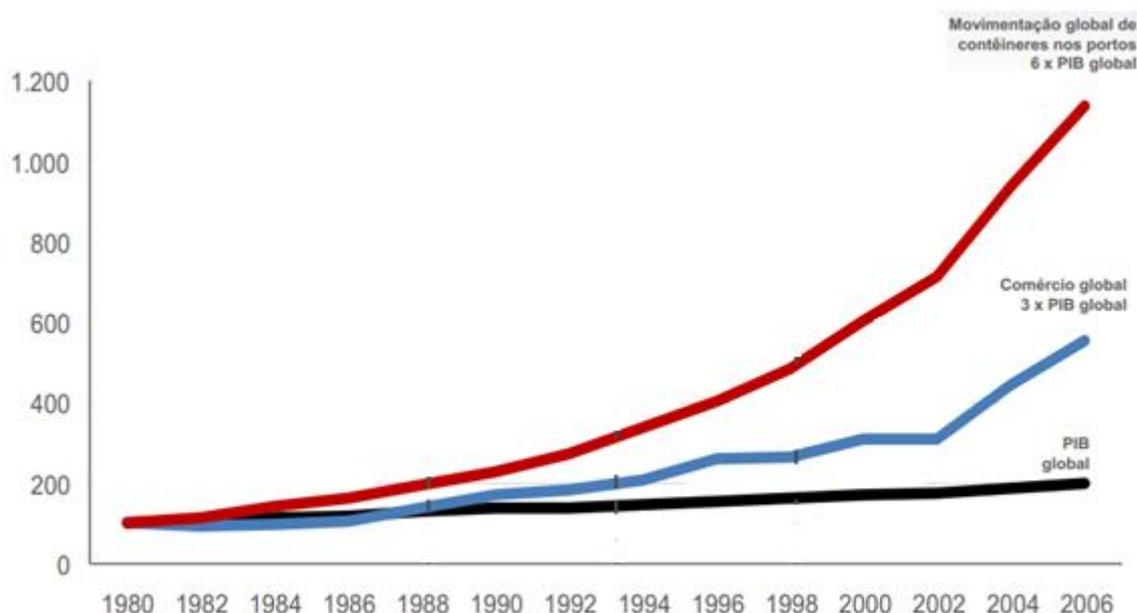
**Fonte:** Tabela elaborada pelo autor segundo dados do IPEA 2008.

Em face de a escassez de recursos governamentais para atender aos anseios da sociedade brasileira em matéria de educação, saúde, transporte de passageiros, previdência e etc, o complexo portuário nacional seguramente continuará sem recursos suficientes para cobrir suas carências de investimento, resultando decerto, em externalidades negativas à competição de nossos produtos no mercado internacional.

Figurando como agravante desta situação estão as relações de trocas em uma economia impactam diretamente em seu PIB, ou seja, importações e exportações são de fundamental importância nos indicadores de produtividade nacional.

Como retratado na figura 2 abaixo, a movimentação subiu muito além da média global, reforçando assim a necessidade de investimentos crescentes.

**FIGURA 2:** Crescimento da movimentação de cargas nos portos brasileiros em relação à média global e ao PIB.



**Fonte:** Conselho Empresarial de Logística e Transportes 2006.

A problemática do investimento torna-se ainda mais preocupante quando se observa o ranking do *World Shipping Concil*, entidade que avalia o desempenho de portos por todo o mundo. Neste ranking o porto mais bem colocado do Brasil é o de Santos que vergonhosamente, ocupa o 44º lugar em movimentação de containers. Entre os portos mais bem colocados na lista, estão os asiáticos que praticamente dominam o cenário de eficiência mundial no setor, como pode ser constatado na tabela 2 abaixo.

**TABELA 2:** Ranking dos portos mais eficientes do mundo por movimentação de containers.

RANK	Porto, país	VOLUME 2009 (milhões de TEUS)	VOLUME 2010 (milhões de TEUS)
1	Shanghai, China	25.00	29.07
2	Singapore, Singapore	25.86	28.43
3	Hong Kong, China	21.04	23.70
4	Shenzhen, China	18.25	22.51
44	Santos, Brazil	2.25	2.72
45	Bandar Abbas, Iran	2.21	2.59
50	Vancouver, Canada	2.15	2.51

**Fonte:** Tabela elaborada pelo autor segundo dados do WSC 2012.

Como observado na tabela 2 acima, a China detém atualmente a posição de país com a maior eficiência portuária no planeta, fato que juntamente com o estudo sobre a composição acionária a ser feita em capítulo específico neste trabalho, confirma a necessidade de adequações aos portos brasileiros.

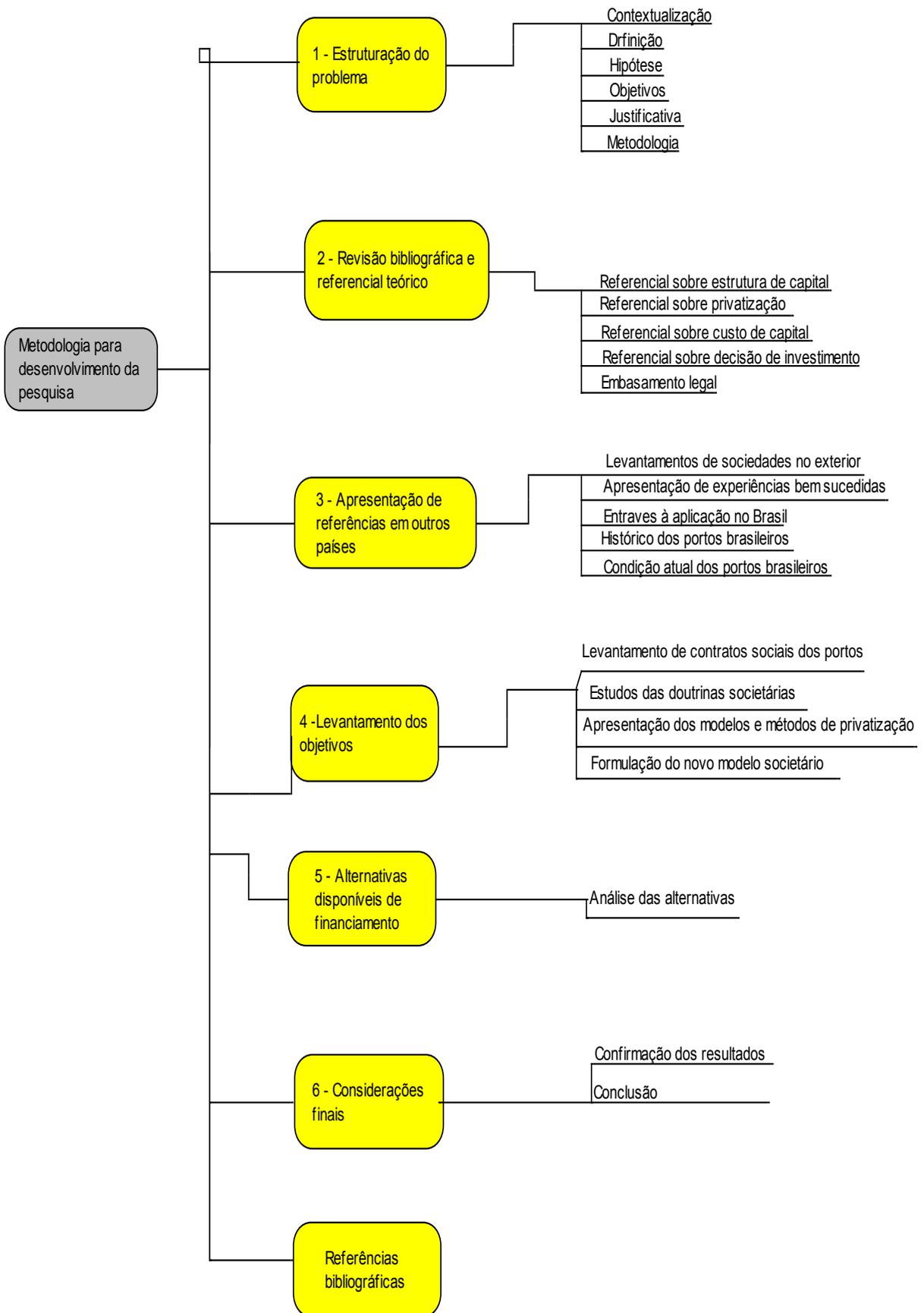
Com base nas informações expostas, pode-se afirmar que é latente a necessidade de reformular as normas que regem o sistema portuário brasileiro, incluindo nesta reformulação os seguintes pontos: (a) estrutura societária dos portos; e (b) estrutura de capital, entre outros.

Os grandes portos do mundo navegam na direção da estrutura societária que permite a participação de recursos privados no capital social do porto ou que, pelo menos, permite a emissão de instrumentos financeiros, como obrigações, debêntures etc, para financiar seus investimentos.

### **1.7. Metodologia**

A metodologia utilizada contará com o método de abordagem comparativa, onde a pesquisa subsequente tem como objetivo comprova-la. Esta metodologia consistirá basicamente em cinco etapas principais que compreenderão todo desenvolvimento do trabalho, como pode ser visto na figura 3 a seguir.

**FIGURA 3:** Estrutura da metodologia adotada na dissertação



### **Etapa 1 – Estruturação do problema**

Esta etapa compreende a introdução, a contextualização e definição do problema, além da hipótese, dos objetivos geral e específicos, além da justificativa e metodologia.

### **Etapa 2 – Revisão bibliográfica e referencial teórico.**

Nesta etapa, todo o referencial teórico será levantado e apresentado, com foco na literatura sobre estrutura de capital, custo de capital, privatização, decisão de investimento e legislação sobre o setor.

Os autores citados serão os mais representativos de cada assunto segundo o consenso entre professores e estudiosos dos referidos temas.

### **Etapa 3 – Apresentação de referências em outros países.**

Na presente etapa serão levantadas as estruturas societárias de portos no exterior, bem como experiências bem sucedidas de privatizações, além de entraves à aplicação no Brasil, histórico dos portos e condição atual dos portos brasileiros.

### **Etapa 4 – Levantamento dos objetivos.**

Nesta fase, os contratos sociais dos principais portos serão apresentados, juntamente com o estudo compacto das doutrinas societárias, sendo sucedido pela apresentação dos modelos e métodos de privatização para embasar a formulação do novo modelo societário proposto.

### **Etapa 5 – Levantamento das alternativas disponíveis de financiamento**

Na 5ª etapa, serão levantadas as alternativas de financiamento à infraestrutura portuária brasileira, com base na evidência observada ao redor do mundo e levando-se em conta as experiências passadas.

### **Etapa 6 – Considerações finais**

Na 6ª e última etapa, apresentar-se-á a confirmação dos resultados, a conclusão e por fim as referências bibliográficas e os devidos anexos.

Resumindo, primeiramente serão levantados e estudados os contratos sociais dos principais portos marítimos do Brasil, modelos possíveis de abertura de capital, métodos de venda, além do levantamento das necessidades e carências dos portos.

Depois, se pretende estudar a doutrina de sociedades, visando o entendimento das estruturas societárias, bem como estudar-se-á a literatura sobre transposição de empresas públicas para outra estrutura societária, de economia mista e privada.

Em por fim formular-se-á o modelo societário para os portos marítimos brasileiros, observando os aspectos legais, econômicos e financeiros bem como o maior benefício e atendimento às necessidades da nação.

### **1.8. Estruturação do trabalho**

A presente dissertação foi dividida em capítulos para a melhor apresentação do conteúdo estudado.

**O capítulo 1** compreende a problemática estudada, juntamente com a hipótese levantada, os objetivos e a metodologia utilizada.

**O capítulo 2** aborda o embasamento legal sobre os requisitos do trabalho, como a literatura existente sobre abertura de capital, decisão de investimento, custo de capital, legislação entre outros.

**O capítulo 3** trata de exemplificar experiências no exterior sobre privatizações de portos, estrutura de capital de portos eficientes, além do ponto de vista histórico e da condição dos portos brasileiros e entraves à privatização no Brasil.

**O capítulo 4** levanta os contratos sociais dos portos brasileiros e as doutrinas societárias, além dos modelos e métodos de se privatizar os portos.

**O capítulo 5** Traz as alternativas existentes para o financiamento da infraestrutura portuária brasileira.

**O capítulo 6** por fim apresenta a confirmação dos resultados obtidos e a conclusão final do trabalho.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. Sociedades

O código civil brasileiro por meio dos artigos 1039 à 1092, discorre sobre os modelos societários vigentes no Brasil, sendo eles:

- Sociedade em nome coletivo;

Na sociedade em nome coletivo, a participação é restrita a pessoas físicas com responsabilidades ilimitadas e solidárias perante as obrigações assumidas pela empresa. Ou seja, cada sócio responde ilimitadamente e isoladamente pelas obrigações sociais da empresa mesmo que o montante do capital exceda o capital social da empresa.

Sendo assim, no caso de uma eventual dívida superior ao capital social da empresa, os bens dos sócios servirão como garantia de honra do resgate.

A nomenclatura deste tipo de sociedade geralmente é acompanhada pela expressão & Cia.

- Sociedade em Comandita simples;

Este tipo de sociedade possui dois tipos de sócios, os comanditários e comandatários, sendo os comanditários responsáveis ilimitadamente e solidariamente pelas ações sociais, e os comandatários responsáveis apenas pelos valores de suas quotas.

Assim sendo neste caso específico, a firma ou razão social da sociedade pode apenas conter nomes de sócios comanditos.

- Sociedade limitada;

Sociedades limitadas caracterizam-se pela responsabilidade limitada dos sócios, ou seja, os sócios são responsáveis apenas pela integralização do capital referente às suas ações. O capital social é representado por cotas e cada sócio é responsável diretamente pelo seu montante, apesar de existir a obrigação solidária pela integralização das cotas subscritas pelos demais sócios.

Na nomenclatura deste tipo de sociedade consta a expressão Ltda.

- Sociedade anônima;

A principal característica deste tipo de sociedade é o capital social dividido em ações e a responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada pelo preço das ações subscritas ou adquiridas. A nomenclatura apresenta as abreviações S.A, S/A ou SA.

Podem ser classificadas como sociedades de capital fechado (pertencentes a um grupo reservado de sócios com certa liberdade contratual reservada) ou aberto (com autorização para negociar seus papéis no mercado de capitais).

- Sociedade em Comandita por ações.

Nesta sociedade assim como na sociedade em comandita simples, existem os sócios comanditados e comandatados, porém somente os acionistas podem ser diretores ou gerentes.

## **2.2.Estrutura de capital**

Segundo Schoroeder, Clark e Cathey (2005) a relação entre a participação de capital de terceiros e a participação de capital próprio de uma companhia é denominada estrutura do capital. Esta estrutura em questão é alvo de estudos e debates ao longo de décadas, buscando a melhoria da eficiência empresarial e contando com autores expoentes que deram início a estes debates como Durand em seu trabalho de 1952 e Modigliani e Miller com sua publicação de 1958.

O desenvolvimento do sistema financeiro nacional além da estrutura de capital das empresas e o crescimento econômico sofreram transformações em seu panorama macroeconômico desde os anos 90, motivo pelo qual discussões sobre as relações entre estes fatores são de suma importância para o contexto brasileiro.

Embora o estado, tenda a assumir a conduta da economia brasileira nos anos vindouros, as políticas públicas ocuparão espaço atuando no sentido de gerar estruturas e regras de financiamento do sistema financeiro que favoreçam ferramentas para o crescimento de longo prazo, devido à realização de investimentos por parte das empresas.

Toda empresa dispõe de um capital próprio que, combinado a vários tipos de capital de terceiros forma uma estrutura de capital ou a também denominada estrutura financeira que envolve a combinação de títulos emitidos por empresas para financiar os investimentos que são relativamente proporcionais às dívidas tanto de curto como de longo prazo e capital de acionistas.

Para a teoria tradicionalista originada por Durand (1952), o principal objetivo da empresa é a maximização de sua riqueza, afirmação esta, que contraria o princípio econômico da maximização da renda.

Com a teoria de Durand (1952) o benefício do uso de capital de terceiros seria mais vantajoso para a empresa, pois a expectativa de lucro superaria o custo do empréstimo, porém com o aumento sucessivo da tomada de capital de terceiros, o risco de não pagamento cresce ocasionando incerteza nos credores. Com esse pequeno levantamento da teoria de Durand, notam-se dois dos aspectos fundamentais da estrutura de capital da empresa, que são o risco e o grau de endividamento.

No artigo de Modigliani e Miller (1958), a atenção é voltada para as variáveis reais como a demanda, a produtividade, o progresso técnico e os preços relativos dos fatores produtivos, apontando uma dicotomia entre finanças e economia real, afirmando que o financiamento neste ponto de vista seria uma variável passiva que viabilizaria a realização do investimento sem condicioná-lo.

Também para Modigliani e Miller (1958) considerados autores da visão tradicional, acreditam que a disponibilidade de um padrão de financiamento adequado afeta as decisões de investimento da empresa porque o nível global de investimento na economia não é independente deste padrão. Por este motivo a ideia da irrelevância começa a ser contestada a partir de autores tradicionais.

Quando os recursos de terceiros se fazem necessários, as firmas recorrem sempre ao endividamento e depois à emissão de ações, ainda que sempre prefiram os recursos próprios. Esta afirmação é da *Pecking Order Theory of finance* que ao longo dos anos tem sua relevância comprovada através da evidência empírica.

Ainda segundo a linha de Modigliani e Miller (1958), a formação dos preços das ações pelo mercado é influenciada diretamente pela estrutura de capital da empresa e sua política de dividendos, o que confirmaria a não neutralidade do padrão de financiamento adotado.

Tendo como base as contribuições iniciais da visão tradicional, outros autores adotaram suposições a respeito do financiamento real do mercado financeiro, como, por exemplo, o impacto dos impostos, o custo de falência e a provável ocorrência de *Takeover* (Processo de mudança do controle societário de uma empresa através de compra da maioria ou da totalidade das ações dessa empresa, pode ser amigável, quando há acordo entre as partes, ou hostil), justificando a ideia de que o padrão de financiamento da empresa afeta o seu nível de investimento e, por consequência, a taxa de crescimento da economia.

Com a peculiaridade dos portos brasileiros (de propriedade e administração do estado), a estrutura de capital está centrada somente em capital próprio e endividamento, já que são empresas estatais de capital fechado, iniciando assim o ponto de partida para esta dissertação, onde total mudança dessa estrutura será proposta com o objetivo de levantar as quantias necessárias ao investimento que por definição, conforme Matarazzo (1995), é toda aplicação em bens direitos ou custos que irão beneficiar exercícios posteriores.

Como a proposta da pesquisa está baseada na obtenção de recursos para os portos por meio da privatização, será desconsiderada a opção de aumentar-se a emissão de dívida por parte das companhias de docas. Alternativa foi escolhida pela intenção de propiciar ao estado a maneira mais eficiente de obter ferramentas para propiciar o desenvolvimento econômico, que é prejudicado pelo endividamento que já se encontra excessivo.

Será parcialmente desconsiderada também a ideia de uma estrutura ótima de capital, que detém várias discordâncias sobre sua existência e relevância.

A estrutura de capital de uma empresa portuária, neste caso o Porto de Santos, pode ser composta por ações ordinárias e preferenciais, empréstimos diretos, variados tipos de obrigações além de debêntures e títulos descritos abaixo.

- **Ações ordinárias**

São ações que dão direito a voto em assembleia, e são popularmente conhecidas como ON. O possuidor dessas ações tem direito a um voto por papel de sua posse.

Além disso, o proprietário das ações ON tem o direito garantido por lei de vender suas ações por pelo menos 80% do valor pago por um comprador ao seu controlador, direito este chamado *tag along*.

- **Ações preferenciais**

Ações preferenciais também conhecidas por PN, são ações que ao contrário das ordinárias não dão direito a voto nas assembleias, porém os detentores destes papéis tem preferência no recebimento de dividendos e demais proventos distribuídos pela empresa a seus acionistas.

Os preços das ações são calculados (teoricamente) com base nos fluxos de caixa descontados.

- **Debêntures**

Debêntures são valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazo que asseguram a seus detentores o direito de crédito contra a companhia emissora.

- **Obrigações**

Obrigações são títulos de créditos que indicam que o tomador de recursos deve uma quantia específica.

O detentor desse papel recebe juros periodicamente e o montante principal em uma data pré determinada.

São utilizadas as seguintes terminologias sempre que se fala em obrigações:

- Valor de face, principal da obrigação ou valor nominal que é a quantia devida pela empresa ao investidor na data de vencimento;

- Data de vencimento, que é o momento que a obrigação vence e o principal deve ser devolvido;

- Taxa contratada de juros ou taxa de cupom, é a taxa de juros pré-determinada que incide sempre sobre o valor de face a ser pago periodicamente.

- Retorno esperado até o investimento (Yield to Maturity – YTM), rendimento que o título promete desde a data em que é adquirido até o vencimento.

As obrigações também são sub divididas entre:

**I. Obrigações descontadas puras**

Prometem um único pagamento em uma data futura, sendo o valor de face o valor feito no vencimento. Nesta modalidade não há pagamento de juros (cupom 0) entre a data de emissão e a data de vencimento.

**II. Obrigações com cupons uniformes**

Esses títulos pagam a seus compradores juros, neste caso, cupons uniformes, e em intervalos regulares. Na data de vencimento é pago ao proprietário do título o valor de face acrescido de cupom.

**III. Consols**

São obrigações que pagam cupons por prazo indeterminado, logo são tratadas como perpetuidade. São muito raros os casos onde se encontram este tipo de obrigações.

- **Empréstimos**

Os empréstimos tomados por empresas geralmente são tomados de bancos ou instituições financeiras e normalmente utilizam a tabela *price*, onde os pagamentos são fixos e as amortizações crescentes.

Toda esta importância atribuída aos instrumentos que propiciem o desenvolvimento da economia, que será sempre considerado neste trabalho, se deve à dicotomia existente entre o mercado financeiro e a economia real, descrito também no artigo clássico de Modigliani e Miller (1958) que disserta sobre a influência de fatores “reais” no crescimento da empresa.

Outros fatores além do endividamento e da abertura a participação do capital de terceiros na estrutura da empresa, devem ser observados, como o tamanho, rentabilidade, risco, composição dos ativos entre outros e serão mais profundamente analisados no tópico que discute a decisão de investimento.

A partir das informações descritas neste tópico pode-se constatar a relevância dos fatores que determinam os padrões da estrutura de capital de empresas de setores específicos da economia algo que torna o ingresso na atuação por novos atores algo menos passível de erros.

Sendo assim observa-se a importância crescente do presente estudo para o setor portuário, visando, a tomada correta de decisões a partir da necessidade crescente de medidas que visem a melhoria do sistema, como um todo, no intuito de defender o crescimento econômico através do favorecimento às relações comerciais entre o Brasil e o resto do mundo, além de oferecer a iniciativa privada a chance de contribuir ativamente com a nação.

### **2.3. Custo do capital**

Para Assaf Neto (2004), o custo de capital pode ser representado pelas expectativas de remuneração das fontes de financiamento da empresa. Este conceito é de extrema importância devido a utilização deste fundamento como uma medida de avaliação da referida atividade econômica do investimento.

Para o sucesso da mudança da estrutura de capital dos portos através da abertura de capital, a medição deste custo é importante para que se possa ter a certeza de que essa alternativa será plausível, já que para que um investimento seja minimamente atrativo, o custo de capital deve ser menor do que o retorno esperado, segundo Assaf Neto (2004).

O custo de capital deve ser considerado para o capital próprio e de terceiros, sendo o primeiro maior do que o segundo, devido ao risco.

O custo de capital também sofre influência direta das fontes e condições de financiamento a que a empresa é submetida. Geralmente este custo é determinado pela média dos custos de oportunidade de capital próprio, conhecido como *weighted average cost of capital* WACC, em tradução livre, custo médio ponderado de capital, que tem versões que consideram impostos, capital de terceiros, custo do capital próprio, entre outros fatores.

Este custo tende a diminuir com o aumento das expectativas de retorno por parte dos investidores.

Toda esta teoria deriva do custo de oportunidade, descrito por Mankiw (2006) como o custo do dinheiro deixar de ser aplicado em outros investimentos enquanto está aplicado.

O custo de capital é também um importante indicador do risco do negócio, já que fatores como endividamento e administração ineficiente interferem diretamente na expectativa de retorno.

Este custo também está relacionado à atividade econômica, que se demonstrar fraqueza, cria a preocupação do fracasso do investimento, afastando assim o investidor. No caso dos portos, as expectativas em relação ao dinamismo econômico são importantes, pois as receitas são oriundas da movimentação de importações e exportações, que se não corresponderem às perspectivas macroeconômicas, prejudicarão os lucros.

Com a alta taxa de juros adotada no Brasil, frente à expectativa de alta da inflação que sempre assombrou o país, o custo do capital para investimento nos portos se torna mais alto, devido a possibilidade de investimentos mais seguros e de retorno um tanto quanto satisfatórios, como títulos do governo, além de outras alternativas como empresas melhor avaliadas e estabilizadas.

Também levando em conta os custos de oportunidade, a possibilidade de migração para países com maior estabilidade econômica e histórico de intervencionismo mais favorável também tem que ser levadas em consideração, já que o mercado é soberano frente às expectativas de sucesso dos negócios.

Tais informações são embasadas pelas sucessivas intervenções do governo brasileiro no setor privado como na mineradora Vale e em sociedades de economia mista como Petrobrás que tiveram nos últimos anos penalidades severas impostas às suas ações negociadas na bolsa brasileira. Tais números podem ser conferidos através das cotações dos papéis que tem tido desempenho inferior ao principal *benchmark* da Bovespa segundo a Banif corretora.

Fatores como estes são fundamentais nas estratégias de decisão de investimentos tomadas pelos investidores.

## 2.4. Teoria da decisão de investimento

A tomada de decisão sobre o investimento é um tema bastante delicado nas finanças, principalmente no caso dos portos.

A existência do que se pode chamar de monopólio natural, como descrito por Richard (1990), mesmo servindo, segundo o autor, somente para justificar a defesa do monopólio pelo governo, pode impedir a entrada de novos *players* no mercado.

Equívoco também cometido pelo IPEA, que em seu site, defende que a concorrência entre administrações portuárias seria prejudicial ao mercado, observação amplamente desmentida pela comunidade acadêmica e grande maioria dos livros de economia como Mankiw, Ross entre outros.

Existem também, as perspectivas da economia em questão, por exemplo, nenhum investidor, do ponto de vista mercadológico, arriscaria aplicar recursos em um país como Cuba ou Coréia do Norte, devido às baixas expectativas de retorno e da instabilidade política causada por regimes totalitários.

As afirmações acima são referenciadas por teorias desenvolvidas por décadas e descritas em vários trabalhos como o de Oreiro (1998).

Neste artigo, existem três respeitadas teorias principais de tomada de decisão de investimento. A primeira teoria é baseada na economia neoclássica, que afirma que o investimento é influenciado pela produtividade marginal do custo de capital e pelo custo do uso do capital, onde a concorrência e o nível de economia de escala não influenciam na tomada de decisão.

A segunda teoria é dos mercados contestáveis. Nessa teoria, as firmas localizadas em mercados muito concentrados poderiam, sob determinadas condições, se comportar como se estivessem em mercados de concorrência perfeita.

A terceira teoria demonstra a versão de Modigliani (1958) da “teoria do preço-limite” de Bain e Labini. Nesta teoria são consideradas que as economias de escala funcionem como uma barreira à entrada de novas empresas no setor, onde as firmas existentes devem estar dispostas a manter o seu nível de produção em face da entrada de novos agentes no mercado.

Além das teorias apresentadas, também podem fazer-se necessárias pesquisas sobre política de dividendos e formas de organização empresarial, asseguradas pela análise fundamentalista que detém ferramentas como a análise do **P/L**, **VPA**, **P/VPA**, **RPL**, entre outras.

Com o objetivo de embasar a tomada de decisão em investimentos, ferramentas da matemática financeira moderna são utilizadas como parâmetro de atratividade, além de dar um norte aos investidores.

As ferramentas mais conhecidas e utilizadas de acordo com Casarotto (2010) são:

- **Payback;**

Payback é o período de tempo necessário para que as entradas de caixa do projeto se igualem ao valor a ser investido, ou seja, o tempo de recuperação do investimento realizado.

- **Payback descontado;**

Entende-se por payback descontado como o período de tempo necessário para recuperar o investimento, avaliando-se os fluxos de caixa descontados, ou seja, considerando-se o valor do dinheiro no tempo.

- **Valor presente líquido - VPL;**

O VPL leva em conta o valor do dinheiro no tempo. Portanto, todas as entradas e saídas de caixa são tratadas no tempo presente. O VPL de um investimento é igual ao valor presente do fluxo de caixa líquido do projeto em análise, descontado pelo custo médio ponderado de capital.

- **Taxa interna de retorno - TIR.**

A TIR é a taxa “i” que se iguala as entradas de caixa ao valor a ser investido em um projeto. Em outras palavras, é a taxa que iguala o VPL de um projeto a zero.

## **2.5. Embasamento legal**

O modelo adotado atualmente para os portos brasileiros é o de *Landlord port*, onde o estado é o provedor da infraestrutura, e o setor privado, por meio de concessão, responsabiliza-se pela superestrutura e pela realização da operação portuária.

O referente modelo é derivado da constituição federal de 1988, onde por meio de seu artigo 21 refere-se à obrigação do estado em explorar diretamente ou por meio de concessão, autorização ou permissão os portos brasileiros.

Também sob o mesmo embasamento jurídico, o investimento de empresas privadas nos portos foi viabilizado pela lei nº 8630/93, conhecida como lei dos portos, também o estímulo a esses investimentos descrito no decreto de nº 6620/08.

O mesmo decreto nº6620/08 define os três tipos de investimentos possíveis de realização pelo setor privado nos portos que são:

- I. Concessão/outorga de portos organizados por meio de licitação;**
- II. Arrendamento de instalações portuárias mediante licitação;**
- III. Outorga de autorização para construção e exploração de instalação de uso privativo.**

O mesmo decreto legisla sobre o prazo de outorga/concessão, que é de 25 anos e passível de renovação por mais 25, bem como impõe a responsabilidade do processo à Antaq, além de dispor a capacidade de desapropriação de terras necessárias à melhorias e expansões as empresas concessionárias sob a alegação de utilidade pública onde eventuais custos ficam a cargo das mesmas empresas.

Com base nas referidas leis e decretos, a abertura de capital pode perfeitamente ser posta em prática usando como exemplo a privatização dos aeroportos de Guarulhos, Campinas e Brasília no começo do ano de 2012.

Dois tipos de concorrência são abordadas em relatório do GEIPOT (2001) são elas, a concorrência intraporto, ou seja, entre setores do próprio porto, e interportos, entre portos distintos.

A concorrência intraportos é constantemente avaliada pelo CAP – Conselho de Administração Portuária, que é formado por membros de vários órgãos do governo e se encarrega de averiguar o cumprimento da legislação em vigor.

A avaliação leva em consideração o cumprimento de requisitos mínimos de qualidade que segundo a legislação, os operadores são obrigados a manter.

O CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica também tem como incumbência a averiguação das atividades concorrenciais dos portos.

A Concorrência entre portos segue uma linha um tanto quanto mais delicada, já que existem inúmeros fatores em jogo que podem proporcionar vantagens ou desvantagens aos competidores.

Como descrito no relatório do GEIPOT (2001), os fatores citados acima, podem ser chamados de vantagens comparativas, que segundo o extinto órgão são divididas em dois blocos que serão expostos abaixo:

**• Facilidades marítimas e terrestres:**

- profundidades (calado);
- número de berços;
- especialização dos berços (terminais);

- áreas de estocagem;
- fatores de produção adequados: mão de obra e equipamentos;
- custos operacionais;
- acessos terrestres adequados.

• **Administração Portuária:**

- estruturas enxutas;
- estruturas voltadas para o cliente portuário;
- atuação comercial;
- forte marketing;
- preservação do meio ambiente;
- parcerias privadas;
- interfaces adequadas (autoridades e sociedade).

Com esta divisão exposta pelo GEIPOT, pode-se notar as enormes vantagens dos portos privados já existentes, que vão desde a adaptação de suas estruturas ao dinamismo internacional, até as adequações às normas ambientais, como acompanhado no caso da construção do porto do Grupo EBX S.A.

Essa concorrência quando observada entre portos públicos e privados tem algumas características prejudiciais, como a impotência de portos privados transacionarem mercadorias de terceiros.

Esta exigência torna mais complicada a dinâmica empresarial, mesmo com as saídas encontradas por grupos como a EBX S.A., onde em seu complexo portuário, existe a formação de *joy ventures* que possibilitam a utilização do complexo por várias empresas diferentes, mas participantes da estrutura societária da controladora do porto.

Também deve ser citado neste tópico o Plano Geral de Outorgas, instituído pela seção 3º, Artigo 44 Inciso b da lei 10233/01, onde em seu parágrafo VI é citada a seguinte observação referente à necessidade de investimentos com o intuito de:

- Especial atenção à identificação de novas áreas

“§ VI - expansão e ampliação das instalações portuárias existentes e a localização dos novos portos, tendo em vista a eficiência econômica.”

Complementando, a ANTAQ ressalta 3 objetivos principais de aplicação do PGO:

- Estruturar mecanismos técnicos de apoio à governança, cujas bases sejam fundamentadas no planejamento estratégico para o setor portuário.
- Integrar o PGO ao arcabouço metodológico que subsidiou o PAC (PNLT).
- Orientar as decisões de investimentos considerando:
- Resgate do planejamento governamental para o setor portuário.
- Visão integrada do sistema portuário com os demais modais de transportes.
- Fundamentos técnicos baseados em estudos macroeconômicos associados aos investimentos correntes, que permitam:
  - Entender a dinâmica produtiva e as cadeias logísticas.
  - Aproveitar infraestrutura existente (otimização da oferta).
  - Identificar e mapear os fluxos de carga.
  - Nortear investimentos.

Logo, o Plano Geral de Outorgas visa a integração de fatores como a planificação do setor conectando a prestação de serviços públicos, entendimento do mercado, garantir a competitividade, diminuindo riscos, e incentivar o desenvolvimento econômico, além de compor critérios eficazes na implantação de diretrizes legais.

Contudo, mesmo tendo sido implementado em 2001, o PGO não foi literalmente aplicado, tendo permanecido somente na previsão legal.

## **2.6. Abertura de capital e doutrinas políticas**

Para Nóbrega (2000) a abertura de capital tem sua importância consolidada pela diluição dos riscos de novos investimentos, além do incentivo à inovação e à ampliação da transparência na divulgação das informações operacionais de acordo com a legislação vigente.

A procura por ativos de terceiros é bastante procurada no mercado devido ao custo a médio e longo prazo, que tende a ser menor do que o de outras fontes de obtenção de recursos segundo Assaf Neto (2007).

Como se pode notar no decorrer deste trabalho, a busca pelo melhor meio de financiamento das atividades de uma empresa é constantemente debatida, sendo sua conclusão ainda não atingida devido a diversas opiniões conflitantes entre autores renomados.

A interferência constante de diferentes ideologias também se encontra presente neste debate. De um lado estão as doutrinas socialistas, marxistas, trotskistas e etc, adotadas em países totalitários e decadentes como Cuba e Coréia do Norte, do outro estão as doutrinas liberais

como Cingapura e Reino Unido, e ainda as doutrinas de centro (determinadas de acordo com a opinião do autor), como Estados Unidos e China, que são países que recebem influência de ambos os lados e acabam convergindo a pontos comuns de atuação.

Nas doutrinas socialistas, a ideologia marxista é predominante, ou seja, contrárias a propriedade privada e a favor da total interferência do estado em todos os setores da economia, por sua vez, o liberalismo econômico seguido pela escola de Chicago, liderada por Friedman, e compactuada neste sentido por Hayek e Mises, preza pela liberdade individual e propriedade privada, ressaltando o importante papel da iniciativa privada na promoção do bem estar econômico.

Tais correntes são de fundamental relevância na tomada de decisão por parte do governo devido a seu impacto na opinião popular, já que nos últimos dezesseis anos de gestões de governos federais, o tema foi rechaçado por todos os presidentes e candidatos à presidência nas últimas quatro eleições.

Os governos, apesar de estarem privatizando segmentos importantes da economia, como rodovias, empresas mineradoras, aeroportos e empresas fornecedoras de serviços básicos como água, energia elétrica e telefonia, demonstram aparente “vergonha” de se posicionarem contrários ao monopólio estatal, possivelmente para não irem contra a opinião da grande massa.

Mas, entretanto, o caso da China chama bastante atenção neste quesito pelo seu regime político declaradamente comunista, e tendo simultaneamente adotado medidas de privatizações em massa principalmente em seu sistema portuário, que em tópico específico neste trabalho, ressalta-se que o governo, muitas vezes, nem sequer tem participação nas deliberações dos portos nacionais.

O argumento final que pode ser utilizado é o de que os países de maior expressão mundial, como Estados Unidos, China, Alemanha, Reino Unido e Canadá, tem adotado constantemente o modelo de privatizações, abrindo empresas (no caso, portuárias) à participação privada em sua estrutura societária, onde a maior prova do sucesso deste modelo é a presença no ranking dos mais eficientes portos do mundo.

### 3. PRIVATIZAÇÕES E EVIDÊNCIA HISTÓRICA

Como já citado anteriormente, o modelo nacional em vigor para os portos é o de *landlord*, ou seja, o estado encarrega-se do provimento e administração da infraestrutura portuária e a iniciativa privada detém a operação através de concessões.

Com o fato explicitado acima, nota-se o descolamento da execução de responsabilidades, ou seja, uma das partes (iniciativa privada) vem cumprindo seu papel, enquanto o governo negligencia sua incumbência propiciando total descaso no investimento e melhoria das instalações.

Com esta total negligência, alguns gargalos são evidenciados na infraestrutura portuária, como restrições aos grandes navios, com grandes calados, poucos terminais, em razão da falta de espaço, e até mesmo malha rodoviária que não comporta os caminhões que escoam e recolhem as mercadorias.

O governo federal e os estaduais, como se sabe, possuem uma lista extensa de prioridades em seus investimentos, como saúde, educação e segurança. Com o investimento em infraestrutura e ainda mais dos portos, em segundo plano, e a integração internacional latente, a abertura de capital pode, como em outros países auxiliar nas necessidades presentes.

Toda essa problemática serviu para embasar a privatização dos portos em várias localidades no exterior, até mesmo em sua totalidade como na Inglaterra.

Seguindo essa linha, serão levantadas neste capítulo as experiências internacionais de privatização, bem como os entraves existentes no Brasil entre outros pontos relevantes sobre os portos.

#### 3.1. Sociedades no exterior

Em 2001 a *Commission of European Communities* concluiu que cerca de 90% do comércio transportado por via marítima, nos países da Comunidade Europeia são movimentados em portos cujos investimentos dependem ou são influenciados por entidades públicas que também atingem as decisões políticas e administrativas. Porém, nas últimas décadas, a participação privada tem sido mais acentuada tanto nos portos quanto nos terminais de movimentação e armazenagem de cargas, embora os governos de forma geral, ainda continuam a ter importante participação nos assuntos portuários.

Acreditando que a competição entre portos bastaria para disciplinar os custos portuários, a Inglaterra privatizou todos os principais portos porque, sendo uma ilha, mantém grandes

distâncias entre as cidades mais importantes e os portos. Esta situação é muito diferente e contrária à de Cingapura onde a autoridade portuária é uma empresa estatal que opera terminais na China, Camboja, Indonésia, Índia, Vietnã e Iêmen, atuando na construção de terminais de contêineres ao redor de todo o mundo.

Dentre os modelos de investimento em infraestrutura portuária há os modelos de investimento realizados pelos governos centrais dos países, os de autofinanciamento portuários onde os recursos para investimento provêm de empresas privadas ou de tarifas portuárias arrecadadas pela autoridade portuária: estes são os mais comuns. No norte da Europa (Holanda, Bélgica, e Alemanha, existem fundos municipais onde a responsabilidade pelas políticas portuária é dos governos locais. Trovar ET all (2004) afirma que os investimentos em infraestrutura portuária realizam-se através de vários modelos de governança.

Destacamos três países cujas administrações portuárias podem revelar lições benéficas para o Brasil no que se refere às administrações portuárias:

- **Canadá**

O sistema portuário nacional do Canadá é composto por 18 autoridades portuárias federais financeiramente autossuficientes, porém é sujeito à jurisdição do parlamento nacional.

Vários portos que antes eram administrados pelo Ministério dos Transportes canadense foram transferidos para entidades públicas não federais e privadas, depois da aprovação, em 1998 da *Canadá Marine Act*.

As autoridades portuárias federais administram os maiores portos cuja autoridade final a respeito deles permanece constitucionalmente com o parlamento, segundo Sherman (2004).

Fato que chama atenção é que as 18 autoridades portuárias são autossuficientes e os empréstimos necessários à operação, devem ser tomados na iniciativa privada e sem a garantia do governo, utilizando somente com as perspectivas de fluxo de caixa futuras.

Há também um processo longo de exposição da contabilidade, onde os diretores devem, através de reuniões, responder perguntas do público.

- **China**

Tanto o Brasil como a China, são economias em desenvolvimento, detalhe que deve ser destacado uma vez que a China obteve sucesso com um modelo que permite que o governo controle totalmente os portos compartilhando progressivamente as responsabilidades tanto com os governos locais quanto com entidades privadas.

O crescimento da movimentação portuária foi consequência da integração da China ao comércio internacional proporcionada pela política de Portas Abertas em 1979.

A princípio esta movimentação deu-se nos portos das regiões dos deltas do rio Pearl e Yangtze e depois, no rio Bohai.

Wanget (2004) destaca que em 1984, 14 cidades costeiras foram designadas “cidades abertas” e em 1985 o governo chinês admitiu a formação de *joint ventures* entre empresas estrangeiras e estatais em projetos portuários, o que permitiu que no final da década de 90, houvesse 235 portos estabelecidos pelo governo chinês, sendo que 78% deles já operavam desde 1980.

Esta mudança deveu-se à descentralização da responsabilidade sobre os portos, a partir de 1984 e os portos deixaram de ser administrados pelo poder central, através do Ministério das Comunicações. As autoridades portuárias foram transferidas aos municípios e obtiveram autonomia financeira uma vez que a mudança tinha como objetivo o maior envolvimento dos governos locais.

O código marítimo no país, que foi adotado no começo da década de 1990, estabelecia que o Ministério das Comunicações exercia autoridade sobre as partes terrestres e marítimas dos portos, incluindo os direitos aos berços por parte de embarcações estrangeiras. O código marítimo estabelecia a seguinte condição: empresas estrangeiras somente podiam entrar no setor portuário em *joint ventures* com empresas chinesas e o capital dos investidores locais devia ser de no mínimo 50% do projeto. Assim foi permitida a entrada de empresas estrangeiras de construção e operação de portos.

A participação estrangeira cresceu significativamente nos portos chineses. Porém o fato que tornou isso real foi quando em 1993 as empresas Hutchison Port Holding de Hong Kong começaram a operar no sistema de *joint ventures*, nos portos de Shanghai e Zhuhai. Em 2001, havia 25 terminais de contêineres sob a propriedade, operação e administração de empresas estrangeiras, um aumento significativo de participação estrangeira.

Enquanto as autoridades portuárias assumiam funções de regulamentação local, sob delegação dos governos municipais, também estabeleciam entidades independentes para participação em *joint ventures* para custeio e operação de facilidades portuárias, o que se tornou uma prática comum nos portos chineses.

O governo central, para favorecer outras fontes de recursos, tais como os privados domésticos e internacionais, recuperados por meio de tarifas cobradas dos usuários, afastou-se dos financiamentos de projetos portuários.

A partir da Lei dos Portos aprovada em 2003, as autoridades portuárias não são mais responsáveis pela administração dos portos que deve ser assumida por novas entidades estabelecidas pelos municípios, com responsabilidades reguladoras sobre os mercados portuários, que visam a garantir a competição entre operadoras fiscalizadoras das leis portuárias e manutenção da segurança dos portos. Esta lei estabeleceu dois níveis de planejamento para os portos chineses: em nível nacional e em nível local. Em nível nacional o planejamento continua a cargo do Ministério das comunicações, em nível local, o planejamento está a cargo das autoridades municipais, que devem submeter à aprovação do Ministério das Comunicações um plano de desenvolvimento do porto, estabelecendo os direitos de jurisdição do porto em suas condições naturais as suas funções correntes e futuras e os seus desenvolvimentos futuros.

Estados Unidos – O fato de os Estados Unidos possuírem uma antiga tradição de desenvolvimento da administração portuária e de criação de mecanismos limitados do poder discricionário dos governos nos assuntos portuários, tornam o país diferente da China e do Brasil.

- **Estados Unidos**

As autoridades portuárias são estabelecidas ou delegadas pelos legislativos estaduais e, tanto o congresso federal quanto qualquer agência pública federal não tem o poder ou o direito de indicar ou demitir os diretores ou empregados das autoridades portuárias, ou alterar as suas responsabilidades. Sherman (2004) afirma que nos Estados Unidos não existe autoridade portuária nacional e as responsabilidades públicas sobre portos são distribuídas pelos três níveis de governo: federal, estadual e municipal.

Existem casos em que as deliberações das autoridades portuárias são sujeitas a revisão ou aprovação por instâncias do poder público estadual, e outros em que as autoridades portuárias são divisões administrativas dos governos estadual ou municipal, porque a autonomia e a independência das autoridades portuárias, com relação aos poderes públicos locais podem ter várias graduações. Veja-se o exemplo de Massachusetts, que não se sujeita à supervisão ou regulamentação do departamento de obras públicas ou de qualquer departamento, comissão, conselho, escritório ou agência pública.

Existem 126 agências públicas portuárias nos Estados Unidos sendo que 77 são indicadas, 28 são eleitas e 21 não têm qualquer estrutura de governo, porque os estatutos das autoridades portuárias variam bastante. Um governador ou um prefeito ou até mesmo ambos podem indicar as estruturas de governo dos portos, com frequência. Os administradores dos portos

são indicados segundo critérios profissionais ou geográficos estabelecidos por alguns estatutos das autoridades portuárias. Entidades públicas e comerciais escolhem candidatos a gestores portuários e fazem uma lista que é submetida à escolha do governador estadual.

A autoridade portuária do porto de Nova York é uma agência pública que não recebe recursos financeiros dos governos e pode emitir títulos, cobrar taxas dos usuários de seus serviços e cobrar aluguéis pelo uso das áreas portuárias, para financiar suas atividades.

A administração e manutenção de uma variedade de infraestrutura, a começar por pontes, espaços para escritórios túneis, zonas de desenvolvimento industrial, áreas a beira-mar, aeroportos, terminais portuários e sistemas de trânsito são de responsabilidade da autoridade portuária de nova York que inclusive era proprietária dos prédios que foram destruídos pelos atentados de 11 de setembro de 2001.

Os seis membros do *Board of Commission* são indicados pelos governadores dos estados de Nova York e de Nova Jersey e ainda são submetidos à provação pelos legislativos estaduais e os governadores tem o direito de vetar as ações das comissões de seus estados. A administração e operação da autoridade portuária são feitas por um diretor indicado pelo *Board of Commission*.

### **3.2. Experiências de abertura de capital realizadas recentemente.**

Nos mais diversos setores de transportes, a abertura à participação do setor privado tem ganhado espaço gradual ao longo das décadas.

No transporte de passageiros por via aérea a totalidade da oferta de serviços pertence hoje à iniciativa privada, juntamente com o transporte terrestre interestadual e urbano, bem como o transporte de cargas em geral.

O transporte por meio de ferrovias tem a sua atuação feita também pelo setor privado, por meio de concessões das linhas férreas e por linhas construídas e de inteira propriedade das empresas, apesar de serem a minoria.

Além dos setores referidos, algumas rodovias já estão aos cuidados de empresas a pelo menos 15 anos, além de terminais em portos, rios e rodoviárias.

Recentemente, até mesmo setores onde antes a iniciativa privada não atuava, hoje já se promovem ações a favor dessa inserção como nos aeroportos (acompanhado em junho de 2012 pelos leilões promovidos pelo governo federal) e até mesmo em metrô, como na linha 4 (amarela) de São Paulo capital.

### 3.2.1. Leilões dos aeroportos em 2012

Em junho de 2012 os aeroportos de Guarulhos em São Paulo, Viracopos em Campinas e Brasília foram concessionados a empresas privadas por um período de vinte anos na maior ação de abertura de capital já realizada no setor.

A defesa dessas privatizações foi amplamente debatida no site Ordem Livre, com argumentos como a melhoria da eficiência gerada pela iniciativa privada e problemas como o apagão aéreo de 2010 enfrentado pela administração estatal.

Os terminais aeroportuários foram vendidos em leilão realizado na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), e atingiram a marca de mais de 24 bilhões de reais sem dificuldades, além de, segundo o governo obterem grande ágio, mesmo contrariando especialistas que discordam do valor mínimo estipulado.

Os valores e compradores seguem explicitadas na tabela 3 abaixo.

**TABELA 3:** Compradores dos aeroportos.

Resultado do leilão dos aeroportos				
Aeroporto	Consórcio	Formado por:	Valor (em bilhões de R\$)	Ágio
Guarulhos	Invepar ACSA	Invepar (90%) e Axia (10%)	16,213	373%
Viracopos	Aeroportos Brasil	Triunfo (45%) UTC (45%) Egis (10%)	3,821	159%
Brasília	Infra América	Infravix (50%) Corporación America (50%)	4,51	673%

**Fonte:** Tabela Elaborada pelo autor segundo dados do Portal IG 2012.

Através dos recursos obtidos com essas transações, as possibilidades de investimentos no setor são bastante consideráveis partindo do ponto de vista de que o governo não precisará agora, empenhar recursos que podem ser investidos em outros setores, além de delegar à iniciativa privada atividades que podem ser melhor desempenhadas.

Com a nítida incapacidade governamental de prover uma administração eficiente dos aeroportos, fato constatado em países como Coréia do Norte e Cuba onde a total falência do estado é acompanhada através de décadas, pode-se concluir que a privatização não é a pior das hipóteses como pregam ideologias socialistas e como afirmam autores renomados como Friedman, Hayek e Von Mises..

Apesar da “acertada” iniciativa promovida pelo governo da presidenta Dilma Roussef, há uma ferrenha crítica à participação do BNDES no processo de privatização, já que aproximadamente 60% do montante envolvido nas transações é fruto de empréstimo do banco estatal, segundo informações da BM&F Bovespa.

### **3.2.2. Linha 4 (amarela) do metrô da cidade de São Paulo.**

A Linha 4 ou linha amarela do metrô de São Paulo foi privatizada por um período de trinta anos mais período pré operacional de cinco anos, ao consórcio Via Quatro, formado pelas empresas CCR, Montgomery Participações S.A, Mitsui & Co Ltda, Benito Roggio Transporte S.A e RATP Developpment S.A.

Esta concessão foi realizada através de um processo de licitação com oferecimentos superiores aos concorrentes perdedores tais como:

- Menor contraprestação pecuniária;
- Melhor qualificação técnica, para atender aos R\$ 350 milhões de investimento, e transporte de pelo menos 250.000 passageiros por dia;
- Transporte diário estimado de 1.000.000 de pessoas em 2014 além da população de 3.000.000 de pessoas ao redor da linha;
- Cooperação na redução de poluentes na cidade de São Paulo;
- Interligação com outras linhas do metro e CPTM;
- Investimento inicial em novos trens no valor de US\$ 450 milhões;
- Financiamento de US\$ 309 milhões tomado com o BID com previsão de pagamento em até quinze anos;

Além de investimentos de US\$ 500 milhões na manutenção de equipamentos, US\$1,3 bilhão em custos operacionais e US\$1 bilhão em investimentos durante o período de concessão.

Entre as responsabilidades constantes no acordo entre o governo e o consórcio estão:

À GESP:

- Construção de 12,8 km de túneis;
- Estações e pátio de manutenção;
- Sistemas de sinalização energia, telecomunicações, elevadores, escadas rolantes, ventilação, entre outros.

À Via Quatro:

- Trens metroviários do sistema com seis carros;
- Sistemas de sinalização nas estações, via e pátio;
- Subsistema de comunicação de voz e dados do sistema de comunicações;
- Sistema de controle do pátio de manutenção;
- CCO – Sistema de supervisão e controle centralizado;
- Serviços de operação e manutenção.

Além de todas as peculiaridades já citadas, acrescentam-se divisão de riscos de receita e demanda entre o governo e o consórcio, onde ambos os lados são responsáveis em caso de externalidades negativas e ambos são beneficiados em caso de as mesmas externalidades serem positivas.

A decisão da inclusão deste estudo de caso se deve ao fato da semelhança entre o sistema portuário e o sistema metroviário pelos valores necessários ao requerido nível de prestação de serviços e viabilidade do projeto.

Além de colaborar e até mesmo embasar o novo modelo proposto aos portos, a linha 4 do metro de São Paulo se mostra como exemplo bem sucedido de privatização, já que pesquisas recentes indicam que o nível de satisfação da linha 4 está acima da média do restante do sistema paulista de trens e metrô, segundo pesquisa realizada pela CCR.

Em maio de 2012, foi realizada uma visita técnica ao empreendimento da linha 4 e instalações do consórcio Via Quatro na cidade de São Paulo, inclusive com a presença do autor, para a constatação de eficiência no serviço e diferenciação quanto ao restante do sistema.

Durante a visita, foram mostrados os investimentos e o nível operacional oferecido pela empresa, e funcionalidades como:

- Trens de última geração, que oferecem total segurança e podem transportar com conforto 1.500 passageiros por viagem;
- Passagem livre entre os carros;
- Comunicação direta com o Centro de Controle Operacional (CCO);
- 4 câmeras de segurança em cada carro, monitoradas pelo CCO;
- Baixo nível de ruído;
- Ar-condicionado;
- Acessibilidade plena;

- Portas frontais de emergência;
- Sistema de iluminação com eficiência energética;
- Sistema de Circuito Fechado de TV, com 4 monitores por carro.

\*Informações disponíveis no site da Via Quatro.

Pôde-se constatar durante a viagem no trem da Via Quatro, um evidente melhor nível de serviço em comparação com trens da Companhia Paulista de Trens Metropolitanos – CPTM e demais linhas do sistema metroviário.

As instalações da central de controle também chamaram atenção pela grandiosidade e empenho dos servidores do empreendimento.

### **3.3. Entraves ao caso brasileiro**

A tendência de aumento na participação da iniciativa privada nos portos, como explicitado anteriormente, além da mudança na administração e gestão, traz consigo, obstáculos ocasionados pela legislação em vigor.

De acordo com o artigo 21 da constituição federal, o governo central deve explorar direta ou indiretamente a atividade portuária no Brasil, mediante concessão, permissão ou autorização, logo, o governo deve, segundo a interpretação do autor, permanecer com “certa” participação na estrutura societária dos portos.

Após o ano de 1996, alguns dos principais portos brasileiros foram delegados, pela união, à estados e municípios, são eles:

- Ao estado do Rio Grande do Sul – Rio Grande e Porto Alegre;
- Ao município de Itajaí em Santa Catarina – Porto de Itajaí;
- Ao estado do Paraná – Porto de Paranaguá;
- Ao estado da Paraíba – Porto de Cabedelo;
- Ao estado do Amazonas – Porto de Manaus;
- Ao estado do Maranhão – Porto de Itaqui;
- Ao estado de Rondônia – Porto de Porto Velho.

Porém, mesmo com todas as concessões e permissões, pouco foi feito para a continuidade da ampliação da entrada da iniciativa privada nos portos desde a lei dos portos, já que muito se

reclamou da falta de clareza das responsabilidades do governo e do setor privado nas administrações portuárias.

Controvérsias geradas pelo artigo 33 da lei dos portos são alarmantes e graves constatações averiguadas pelas empresas, como a declaração de competências da empresa portuária tais como:

- Fiscalizar as operações portuárias;
- Fazer cumprir as leis, os regulamentos do serviço e as cláusulas do contrato de concessão;
- Organizar e regulamentar a guarda portuária;
- Lavrar autos de infração e instaurar processos administrativos, aplicando penalidades previstas em lei.

Tais obrigações são, de acordo com a constituição, de exclusiva competência governamental e não podem ser exercidas por entidades privadas.

Para que haja sucesso na participação privada nos portos, a separação entre administrações e autoridades portuárias, que no Brasil, ao contrário de outros países citados, segue uma linha ainda com muitas indefinições, deve ser regularizada de modo que haja benefício a todos os agentes envolvidos.

Alem destes fatores, existem restrições quanto a movimentação de cargas de terceiros, no caso de um porto estritamente privado.

Um outro ponto chave é a existência de cláusulas nos estatutos das companhias docas onde é incumbido ao governo a propriedade da maior parte das ações, observações estas que serão apresentadas ao longo deste trabalho.

Todos esses entraves devem ser solucionados para que questões como novos investimentos feitos pelas empresas venham a ser regulamentados e atrativos.

### **3.4. Histórico dos portos brasileiros**

Em 28 de janeiro de 1808 o rei Don João VI decretou a abertura dos portos brasileiros às nações amigas.

Naquela ocasião, tanto como hoje, o transporte marítimo detinha grande importância na relação comercial do Brasil com o resto do mundo. Exportações de madeira, ouro, algodão entre outros produtos e importação de bens ainda não existentes na colônia exigiram que

Portugal, então proprietário dessas terras, tomasse atitudes consistentes viabilizando esse comércio, além de facilitar o tráfego de escravos oriundos da África.

Após este episódio, já em 1846, o Visconde de Mauá criou em Niterói-RJ, a Companhia de Estabelecimento da Ponta de Areia, tida como o primeiro porto adaptado brasileiro de onde partiam os navios para a Europa, América do Norte e demais países parceiros.

Já em 1869 o Império, pela primeira vez, permitiu a concessão de portos brasileiros a iniciativa privada na região de Santos para facilitar a exportação de café.

Com a queda do império, as administrações dos portos foram privatizadas e em 1888 o porto de Santos foi posto em concorrência pública para sua exploração, concorrência esta, que foi vencida por Cândido Graffé e Eduardo Guinle.

A partir desta ação, foram construídos 260 metros de cais no lugar dos antigos trapiches, o que permitiu a atracação de navios de maior porte, caracterizando assim, o primeiro porto organizado do Brasil.

Inicialmente o prazo de concessão era de 39 anos, período este que foi aumentado para 90 anos para que os investimentos fossem recuperados devido à taxa de crescimento das relações comerciais.

Em 31 de dezembro de 1910 foi criada a IFPRC, cumprindo o decreto 6368 de 14 de fevereiro de 1907, viabilizando a criação da IFVM, IGI além da IFE.

Para (Brasil, 1912), a Criação da Caixa Especial dos Portos se deu também neste período, obtendo recursos de 2% sobre as importações e 1% sobre as exportações de acordo com a lei 3314 de 1903, objetivando o pagamento de despesas de fiscalização e infraestrutura, explicando assim, a disparidade de investimentos entre os portos de Santos, Rio de Janeiro e Manaus e os demais, já que esses três portos eram os que tinham o maior fluxo de mercadorias, conseqüentemente a maior disponibilidade de recursos oriundos das taxas citadas.

Durante a primeira guerra mundial, de acordo com (Brasil, 1917) muitos investimentos em portos, foram paralisados e grandes dificuldades foram enfrentadas, já que a logística sempre foi parte fundamental na economia.

Durante a era Vargas em 1934 durante o “estado novo” houve uma onda estatizante, passando assim os portos para a administração governamental. Este processo contou com várias “heranças” pouco agradáveis ao governo, já que os portos nacionais se caracterizavam por serem trapiches sem nenhuma infraestrutura e com enormes necessidades de investimentos.

O Estado Novo com seu “projeto nacional de industrialização” criou o Departamento Nacional de Portos e Navegação, alterado em 1943 para Departamento nacional de Portos rios

e Canais e mais uma vez transformado em autarquia de nome Departamento Nacional de Portos e Vias Navegáveis em 1963, transformando-se finalmente, em Portobrás em 1975.

Nos anos entre 1950 e 1960 a rápida industrialização brasileira culminou na urgente necessidade de investimentos, onde o plano elaborado pelo governo Dutra (1946-1950) que tinha sua parcela de investimentos em transportes serviu como um atrativo à melhorias, mas ainda sem grandes ações como observado na tabela 4 abaixo.

**TABELA 4:** Previsão de gastos do Plano de Reparcelhamento Nacional de Portos e Navegação 1952-1955 (em mil dólares).

Ano	Ano Recursos orçados
1952	79.771,74
1953	106.362,32
1954	106.362,32
1955	48.749,40

**Fonte:** Decreto 30.334 de 21 de dezembro de 1951.

Já no governo Juscelino (1956-1961), com seu plano de metas e o objetivo de implementar concretamente a industrialização nacional foram investidos maciços montantes estatais em obras no setor de transportes, mais ainda assim, sem a atenção devida aos portos.

Durante todos os planos de melhorias foi observado, principalmente no governo Juscelino, a colocação do sistema portuário em segundo plano, já que setores como mineração, siderurgia, metalurgia e estradas deram passos largos em relação aos portos.

Antes do golpe militar de 1964 um plano implementado pelo Departamento Nacional de Portos e Vias Navegáveis o Plano Portuário Nacional que previa a destinação de grande montante de recursos, na época, para os portos como acompanhado na tabela 5 abaixo.

**TABELA 5:** Previsão de investimentos do Plano Portuário Nacional (1963-1966) (em dólares).

Obras e serviços	Recursos previstos	Portos beneficiados
Expansão e melhoramentos	\$8.489.486,21	Manaus, Belém, Mucuripe, Natal, Cabedelo, Recife, Maceió, Aracajú, Salvador, Ilhéus, Vitória, Rio de Janeiro, Niterói, Angra dos Reis, São Sebastião, Santos, Paranaguá, Itajaí, Imbituba, Laguna, Rio Grande, Pelotas e Porto Alegre.
Construção de novos portos	\$1.255.075,43	Macapá, Itaquí, Areia Branca, Macau, Campinho, Malhado e Forno
Encargos diversos com aquisição de equipamentos e gragagem	\$131.889.283,00	
Melhoramento de hidrovias interiores	\$826.080,72	
Incargos diversos com a implantação do PPN	\$372.268,14	
Encargos diversos com expansão, melhoramentos e construção de porto e hidrovia	\$264.133,11	
Aquisição de equipamentos de drenagem	\$15.954.349,00	
Estudos e implantação de laboratório de hidráulica experimental	\$42.544,93	
<b>Total</b>	<b>\$159.093.220,54</b>	

**Fonte:** Decreto nº 51.899 de 10 de abril de 1963.

No período de ditadura militar, foi criado o GEIPOT e com ele o Plano Diretor Portuário para ser implementado entre o período de 1975 à 1984 e dividido em três níveis sendo:

- Obras prioritárias;
- Obras recomendadas;
- Obras a serem confirmadas.

Durante este período também foram destinados consideráveis montas de recursos descritos na tabela 6 abaixo.

**TABELA 6:** Previsão de gastos no Plano Diretor Portuário do Brasil 1975-1984 (em dólares)

Porto	Valor	Em %
Santos	543.163,14	31,36
Itaqui	279.977,37	16,16
Rio de Janeiro	262.042,91	15,13
Vitória	224.345,09	12,95
Rio Grande	107.407,69	6,2
Paranaguá	58.546,61	3,38
Manaus	56.808,29	3,28
Recife	43.506,80	2,51
São Sebastião	24.573,42	1,42
Salvador	21.668,13	1,25
Imbituba	21.171,42	1,22
S. F. do Sul	20.106,91	1,16
Fortaleza	17.378,36	1
Aracajú	11.729,99	0,68
Belém	8.842,25	0,51
Maceió	8.663,21	0,5
Estudos Gerais	5.318,12	0,31
Angra dos Reis	5.118,51	0,3
Itajai	1.596,50	0,09
Santarém	1.535,52	0,09
Natal	1.413,91	0,08
Cabedelo	1.048,56	0,06
Ilhéus	691,89	0,04
Forno	93,07	0,01
Pelotas	58,5	0,003
Total	1.732.022,71	100

**Fonte:** Ministério dos Transportes 2012.

O fato que chama atenção é o de que durante décadas enormes investimentos foram destinados aos portos, porém até a atualidade, ainda não foram providenciados os requisitos mínimos dos portos nacionais.

Vários planos foram implantados, como descrito na tabela 7 abaixo, onde foram resumidos alguns planos de investimentos no sistema portuário.

**TABELA 7:** Planos de investimento portuário

Plano portuário	Período	Governo	Plano nacional
Plano de Reparcelamento e Ampliação dos Portos Organizados	Elaborado em 1947	Eurico Gaspar Dutra	Plano SALTE
Plano de Reparcelamento Nacional de Portos e Navegação	1952-1955	Getúlio Vargas	
Plano Portuário Nacional	1960-1962	Juscelino Kubitschek	Plano de Metas
Plano Portuário Nacional	1963-1966	João Goulart	Plano Trienal
Plano Diretor Portuário do Brasil	1975-1984	Ernesto Geisel	II PND
Revisão do Plano Diretor Portuário do Brasil	1979-1988	João Figueiredo	III PND
Plano de Desenvolvimento Portuário	1987-1996	José Sarney	I PND-NR

**Fonte:** Artigo Melhoramentos, reaparelhamentos e modernização dos portos.

Por fim ressalta-se que a partir de 1990, de acordo com Goularti (1997), a espera por privatizações dos portos voltou a estar em evidência devido às experiências bem sucedidas nos setores de bancos, mineração, e rodovias, e que recentemente o governo Dilma trouxe a tona essa discussão enviando um plano de abertura do capital dos portos ao setor privado.

### 3.5. Condição atual dos portos brasileiros

Atualmente, segundo a ANTAQ, os portos brasileiros são públicos, ou seja, de propriedade estatal, e contam com terminais privados (já concedidos a empresas privadas).

O sistema portuário brasileiro é administrado pelas sete companhias de docas existentes, são elas:

- **Companhia Docas do Pará (CDP)**  
- Portos de Belém, Santarém e Vila do Conde.
- **Companhia Docas do Ceará (CDC)**  
- Porto de Fortaleza.

- **Companhia Docas do Rio Grande do Norte (Codern)**
  - Portos de Natal e Maceió, além do Terminal Salineiro de Areia Branca.
- **Companhia Docas do Estado da Bahia (Codeba)**
  - Portos de Salvador, Ilhéus e Aratu.
- **Companhia Docas do Espírito Santo (Codesa)**
  - Portos de Vitória e Barra do Riacho.
- **Companhia Docas do Rio de Janeiro (CDRJ)**
  - Portos do Rio de Janeiro, Niterói, Angra dos Reis e Itaguaí.
- **Companhia Docas do Estado de São Paulo (Codesp)**
  - Porto de Santos.

Essas companhias estão sob o regime jurídico de firmas de sociedade anônima e de capital aberto, onde qualquer pessoa, física ou jurídica, pode se tornar sócia, respeitando a prerrogativa legal da manutenção do governo como principal acionista.

Também de acordo com a ANTAQ em 2008, existiam 123 terminais de uso privativo no país, entre portos marítimos e fluviais como consta na figura 3 a seguir.

**FIGURA 4:** Terminais de uso privativo no Brasil em 2008.

Estado	Termo de autorização	Contrato de adesão	Total
Região Norte			
Amazonas	12	3	15
Amapá	2		2
Pará	8	8	16
Rondônia	3	3	6
Total Região	25	14	39
Região Nordeste			
Alagoas		1	1
Bahia	6	2	8
Ceará		1	1
Maranhão	2		2
Rio G. do Norte	2		2
Sergipe	1	1	2
Total Região	11	5	16
Região Sudeste			
Espírito Santo	4	5	9
Rio de Janeiro	12	7	19
São Paulo	3	4	7
Total Região	19	16	35
Região Centro-oeste			
Mato Grosso	1		1
Mato G. do Sul	2	3	5
Total Região	3	3	6
Região Sul			
Paraná	2	3	5
Rio G. do Sul	4	8	12
Santa Catarina	9	1	10
Total Região	15	12	27
Total Nacional	73	50	123

**Fonte:** ANTAQ 2012.

Estes terminais seguem algumas premissas descritas na tabela 8.

**TABELA 8:** Premissas dos terminais portuários no Brasil.

	Terminal de uso público	Terminal de uso privado
Implantação	Obrigações de licitação pública	Autorização pelo poder público
Prazo	Até 50 anos (incluindo prorrogação) Obrigação de prestar o serviço de forma contínua	Indeterminado para atividade econômica original Possibilidade de interrupção de atividade nos termos legais
Ativos	Revisão de bens ao final do contrato	Sem revisão de bens
Prestação de serviços	Serviços públicos Obrigação de universalidade no atendimento Acompanhamento de preços	Atividade econômica do proprietário, de uso exclusivo ou misto Possibilidade de selecionar usuários e cargas
Mão de obra	Contratação via OGMO	Livre contratação
Regulação ANTAQ	Res. 55/2002 Norma de arrendamento de áreas e instalações portuárias Consolida e uniformiza as condições para contratos de arrendamento.	Res. 517/2005 Norma para construção e instalação de terminal privado Exigência de viabilização do terminal em função de carga própria.

**Fonte:** ANTAQ 2012.

Nos portos também estão presentes mais 300 empresas privadas prestando serviços que antes eram de responsabilidade única do poder estatal, caracterizando um indício da possibilidade de privatização das companhias de docas.

Como a evidência empírica atesta, a qualidade dos serviços prestados pelos terminais privados é significativamente maior do que em terminais ainda públicos segundo estudo da Associação Brasileira de Cruzeiros marítimos.

Com base nessa afirmação, uma breve análise pode ser feita dividindo-se os problemas encontrados na parte pertencente a iniciativa privada e ao estado.

À iniciativa privada, são atribuídas algumas falhas de eficiência e custo do serviço, porém, as maiores problemas são totalmente referentes a má atuação do estado como o provimento ineficaz de condições à atuação dos terminais, como a incapacidade de recepção de navios de grande porte, segurança, métodos e aparelhagem de comunicações entre outros.

Outro grave inconveniente encontrado na fatia referente ao estado é a ausência de informações, ou presença de dados errados em balanços patrimoniais.

Este equívoco ocorre devido a falta de um levantamento do real valor das propriedades públicas nos portos. A presença de maquinário totalmente depreciado, armazéns e construções

reparados com recursos privados como medida de emergência ocasiona a ocorrência de “enganos” simplesmente inconcebíveis em países desenvolvidos e que na iniciativa privada não ocorrem.

Balancos patrimoniais de alguns portos, sequer estão disponíveis ao domínio público, fato que indica o esclarecimento equivocado até mesmo aos órgãos do próprio governo.

Como a proposta desta dissertação é exatamente a abertura do capital dos portos a iniciativa privada, presume-se de antemão que a partir daí as informações serão disponibilizadas corretamente, principalmente se as firmas compradoras tiverem papéis negociados em bolsa de valores, onde rígidas regras são obrigatoriamente respeitadas sob pena de paralisação dos negócios, segundo a BM&F Bovespa.

## 4. FIRMAS PORTUÁRIAS

### 4.1. Contratos sociais dos portos brasileiros

Os contratos sociais das companhias de docas brasileiras são, na realidade, bastante complexas por se tratarem de sociedades anônimas de capital aberto dividido em ações, porém mantendo o governo como sócio majoritário.

A diferença única entre os portos estatais consiste no fato de as administrações ficarem a cargo do governo federal, como o Porto de Suape em Pernambuco e Itaqui no Maranhão, governos estaduais, como os portos de Santos e Paranaguá, ou municipal, como o porto de Itajaí.

Os contratos sociais seguem o atual modelo adotado pelo governo, de *landlord*, onde a administração pública é proprietária desses empreendimentos portuários e tem a opção de delegar as operações à iniciativa privada.

Os portos privados já existentes no Brasil, contam com uma estrutura formada por “associações” entre empresas, como o Superporto de Açu, formado por uma *joy venture* de cerca de dezenove empresas atuantes em vários setores e encabeçadas pela LLX do grupo EBX pertencente ao empresário Eike Batista, já que portos privados tem restrições quanto a transações de cargas de terceiros.

### 4.2. Doutrinas societárias

Para uma firma ser considerada empresarial, ela deve obrigatoriamente estar incluída em um dos regimes previstos acima.

Nas Companhias de Docas, o regime atual é o de sociedade anônima, que no caso da CODESP, tem as seguintes peculiaridades:

De acordo com o Artigo 5º de seu estatuto possui um capital social no valor de R\$791.221.426,72, sendo constituído por 199.985.644.052 de ações, sendo 99.992.822.029 ações ordinárias e 99.992.822.023 de ações preferenciais, ou seja, sem direito a voto.

Também em seu estatuto, no Artigo 8º, consta o direito de qualquer pessoa física ou jurídica de vir a se tornar acionistas na CODESP.

Porém, um empecilho é notado no caso da privatização, já que em parágrafo único no capítulo 3 está prevista em qualquer circunstância a manutenção do governo com o capital necessário para manter o controle da maioria dos votos referentes à companhia.

Sendo assim, a trajetória da proposta de privatização desta dissertação, torna-se de certa maneira, mais “fácil, já que não há empecilhos em lei quanto à participação, seja ela qual for, no capital social das companhias de docas, sendo a maioria das ações de propriedade do governo unicamente prevista nos estatutos, que podem ser modificados oportunamente havendo interesse das partes como demonstrado no Artigo 9º do próprio estatuto demonstrado abaixo.

Artigo 9º - À Assembleia Geral compete, sem exclusão de outras atribuições previstas em lei:

I) reformar o Estatuto;

II) tomar, anualmente, as contas dos administradores, examinando, discutindo e votando as demonstrações financeiras;

III) autorizar a abertura do Capital Social, a alteração do Capital Social, a renúncia a direito de subscrição, o lançamento de debêntures conversíveis em ações ou ainda, a emissão de quaisquer outros títulos ou valores mobiliários, no País ou no exterior, fixando-lhes, em qualquer caso, o preço e as condições da emissão, colocação, subscrição e integralização de ações;

IV) aprovar operações de cisão, fusão ou incorporação da Companhia;

V) permutar ações ou outros valores imobiliários;

VI) eleger ou destituir quaisquer dos membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal, na forma da legislação vigente;

VII) fixar a remuneração dos membros do Conselho de Administração da Diretoria-Executiva e do Conselho Fiscal;

VIII) deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para o Capital Social;

IX) deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos;

X) deliberar sobre a criação e utilização de reservas;

XI) deliberar sobre outros assuntos que lhe forem propostos pelo Conselho de Administração ou pelo Conselho Fiscal.

Com a prerrogativa legal descrita, verifica-se a possibilidade de a qualquer momento, o governo abrir mão da administração das companhias de docas em prol do melhor provimento de infraestrutura necessária à nação.

Sendo assim, no caso de uma abertura de capital e possível mudança do controle acionário dessas companhias, o novo controlador será responsável, segundo o Artigo 4º também do estatuto da CODESP, pelas seguintes ações:

- I) estabelecer, onde for necessário ao desempenho de suas atividades, agencias, escritórios ou representantes;
- II) captar, em fontes internas ou externas, recursos a serem aplicados na execução de sua programação;
- III) participar, como sócia ou acionista, de outras entidades públicas ou privadas;
- IV) promover a realização de estudos, planos e projetos de construção, ampliação, melhoramento, manutenção, operação dos portos e instalações portuárias sob sua jurisdição e responsabilidade;
- V) promover a realização de obras e serviços de construção e melhoramento dos portos, respectiva infraestrutura de proteção e acesso aquaviário e instalações portuárias sob sua jurisdição ou responsabilidade e, por delegação do Governo Federal, das vias navegáveis interiores;

- VI) promover a realização de obras e serviços de defesa de margens e costa e de fixação de dunas, desde que necessários à proteção dos portos, sob sua jurisdição e responsabilidade, ou de seus acessos;
  
- VII) fiscalizar, dentro dos limites da área dos portos sob sua jurisdição e responsabilidade, a execução das operações portuárias realizadas por terceiros e das obras de construção, reforma, ampliação, melhoramento e conservação das instalações portuárias, nelas compreendida a infraestrutura de proteção e de acesso aquaviário.

Esses dispositivos legais descritos são referentes à CODESP, que está sendo utilizada como base para os demais portos brasileiros, devido a sua eficiência relativa em relação às demais companhias docas.

Dadas estas atribuições, pode-se concluir que a desestatização das companhias de docas brasileiras atenderia o objetivo principal deste trabalho, servindo como reflexão à alternativas de solução aos problemas enfrentados nos portos trazidos única e exclusivamente pelo poder estatal.

Tomando como expectativa principal a mudança da nomeação com base estritamente política da diretoria e do interesse de aumento na eficiência e conseqüentemente geração de lucros dessas companhias, o aumento do bem estar econômico conseqüente de tais medidas visa embasar o desenvolvimento do setor portuário brasileiro.

#### **4.3. Modelos e métodos de abertura de capital**

Para que seja feita a abertura de capital existem modelos próprios específicos para este fim.

Esses modelos já foram testados em diversas situações ao longo da história, e nos mais diversos setores da economia mundial. Dentre eles destacam-se três que, por serem mais utilizados e apresentarem uma evidência de aplicação comprovada podem ser perfeitamente aplicados para os portos brasileiros, são eles:

- i) Modelagem pulverizada;
- ii) Modelagem concentrada;
- iii) Modelagem sequencial.

Para a devida compreensão das modelagens apresentadas, serão detalhadas a seguir cada uma das alternativas de acordo com as teorias financeiras mais utilizadas por autores da área e destacando exemplos de utilização empresarial.

#### **4.3.1. Modelagem pulverizada**

A modelagem pulverizada consiste na venda do controle acionário em um só dia com restrições explícitas à articulação de interesses por parte dos novos acionistas.

Este tipo de modelagem reduz as chances da aquisição das ações por poucos grupos de interesse, já que os papéis são vendidos em lotes pequenos, facilitando o acesso aos pequenos investidores.

Com a modelagem pulverizada, o objetivo principal é atingir o maior número possível de compradores, diminuindo o poder na formação de preços durante o leilão de grandes interessados segundo a Bovespa, Bolsa de Valores de São Paulo.

O Interesse da pulverização das ações por parte da Bolsa e das corretoras e agentes envolvidos na transação é maior do que o de outras modelagens, devido ao ganho substancial nas intermediações. Como são muitos investidores se submetendo aos custos operacionais, o lucro dos agentes será maior do que uma eventual venda em bloco, onde poucos ganhariam e os custos seriam menores.

Para a privatização de empresas estatais, essa modelagem é positiva a imagem do governo, que pode argumentar que através dessa modalidade, há uma socialização maior das empresas, que estão passíveis de compra por qualquer pessoa e não somente por grupos com maior poder econômico, fato defendido por Hanke (1987,p.18).

Há também argumentos contra essa modelagem, afirmando que o valor obtido através da pulverização, seria menor do que o levantado por outras modalidades.

Este modelo é frequentemente utilizado pelas empresas privadas que abrem seu capital na Bovespa todos os anos, como Magazine Luíza, Arezzo, entre outras que fizeram seus *IPO`s* somente em 2011.

As antigas empresas estatais, Vale do Rio Doce, CSN e Telesp, foram privatizadas utilizando a modelagem pulverizada, confirmando assim a eficiência deste modelo.

Um outro argumento bastante utilizado para a venda pulverizada, é o tamanho da empresa que pode ser um empecilho aos demais modelos existentes, já que em setores com a presença de monopólio natural, a articulação entre grupos especificamente se torna mais complicada devido ao alto investimento necessário.

### **4.3.2. Modelagem concentrada**

Modelo que visa a venda do controle acionário em apenas uma operação, porém, os compradores são estritamente empresas, atuantes ou não no setor.

Neste tipo de modelagem de venda, a articulação é livre entre os vários grupos de interesse existentes na compra da empresa, sem que o governo, no caso, interfira.

Na venda concentrada o governo pode impor condições ao negócio, como por exemplo a exigência de experiência por parte de um dos compradores para que a continuidade do negócio tenha alguma garantia após a saída do governo.

O modelo concentrado permite ao vendedor a aferição de maior receita, já que os possíveis compradores são dotados de maior poder econômico, além da possibilidade de articulação em consórcios e sociedades.

O fato de somente empresas poderem participar deste tipo de venda pode soar como um certo tipo de discriminação pelos demais investidores, causando desconforto na imagem governamental, já que geralmente grandes grupos são privilegiados.

Como o controle acionário da companhia em questão pode ser alvo de disputa entre empresas interessadas, a competição pode levar a um aumento significativo no preço das ofertas, principalmente em setores econômicos onde há muita competição.

Setores onde as atividades fazem-se imprescindíveis para a sociedade, como energia elétrica, saneamento básico, rodovias, ferrovias, fornecimento de água entre outros, o modelo de venda concentrada pode ser uma alternativa bastante válida pelo artifício da possibilidade de empresas já atuantes no ramo, com experiência e poder econômico deem continuidade ao oferecimento do serviço sem a necessidade de um tempo para que a nova prestadora adquira o embasamento técnico imprescindível ao satisfatório oferecimento do ofício.

Em países da União Europeia, a modelagem concentrada foi vastamente utilizada na privatização de rodovias, portos e siderúrgicas, por existirem grupos concorrentes que almejavam o crescimento de suas atividades.

### **4.3.3. Modelagem sequencial**

Neste tipo de modelagem, a venda de pequenos tranches de ações ao longo do tempo, o que de alguma forma, pode mesclar as modelagens concentrada e pulverizada, apesar de favorecer a pulverizada pela necessidade de articulação das partes interessadas na compra por um longo período de tempo.

Nessa modalidade de venda, o contorno às crises financeiras que eventualmente venham a afetar a economia é possível pela realização da operação feita em partes durante um período de tempo que pode variar.

Essa modelagem possui pouca adesão devido ao tempo exigido para a sua realização, e aos possíveis custos de sua aplicabilidade.

#### **4.3.4. Métodos de venda**

Tão importante quanto o modelo adotado para a privatização de empresas, são os métodos de venda empregados.

O método utilizado pode influenciar diretamente no sucesso ou fracasso da operação e está diretamente ligado ao modelo adotado.

Os métodos que se pode ressaltar neste trabalho e que serão detalhados posteriormente são:

- i) Oferta pública de ações - OPA (IPO sigla em inglês);
- ii) Leilão;
- iii) Licitação;
- iv) Venda direta.

#### **4.3.5. Método da OPA ou Oferta pública de ações**

A oferta pública de ações (OPA) é uma operação que a empresa ou portadores de valores mobiliários emitidos por ela, lançam ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais para captar recursos no mercado.

Um meio de fazer a OPA é o IPO (sigla em inglês que significa Inicial Public Offer cuja tradução é Oferta Pública Inicial) que são ofertas mediante as quais uma empresa de capital fechado decide ter acesso ao mercado de capitais solicitando pela primeira vez a distribuição pública de valores mobiliários emitidos por ela, tornando-se assim, uma empresa de capital aberto segundo a Citi Corretora de Valores.

Para participar de uma oferta pública de ações, o investidor precisa ser cliente de uma corretora ou banco que esteja participando da oferta, ou seja, qualquer pessoa pode participar segundo a Bovespa.

A OPA é um processo que garante total transparência à operação, fato este, que transmite maior confiabilidade à empresa.

Este método pode ser aplicado aos modelos de pulverização e venda sequencial, pois não permitem a distinção do comprador, como exige o modelo de venda concentrada.

#### **4.3.6. Método de Leilão**

O método de leilão pode ser realizado em bolsa de valores ou não e pode ser considerado tão transparente quanto a oferta pública de ações, já que anteriormente ao início do processo é feita uma divulgação intensa dos dados da empresa e do processo de privatização.

O leilão tem uma vantagem sobre a oferta pública de ações que é a estipulação de um preço mínimo para que a venda seja realizada, impedindo uma subavaliação das ações como é possível acontecer na OPA.

Este método é frequentemente utilizado no Brasil em vários setores de atividades, como nas rodovias paulistas e para concessões de linhas férreas por exemplo.

Os leilões podem ser utilizados juntamente com os modelos de venda concentrada e sequencial, não sendo passível de aplicação no modelo de venda pulverizada devido a impossibilidade de venda inicial a um preço único previamente estabelecido.

#### **4.3.7. Método de Licitação**

O método de licitação é geralmente feito com envelope fechado onde o governo recebe propostas até uma determinada data e escolhe o vencedor geralmente combinando a proposta técnica com a financeira.

Este método pode ser bem mais suscetível a corrupção que os demais, pelo fato de que algumas informações são mantidas em sigilo possibilitando a existência de privilégios a atores envolvidos.

As licitações são ainda muito utilizadas na venda de terrenos estatais e ao contrário dos métodos acima, não é passível de realização em bolsa de valores.

O método em questão pode ser aplicado aos modelos sequencial e concentrado, também sendo restrito ao modelo de pulverização.

#### **4.3.8. Método de Venda Direta**

O método de venda direta pode ser ainda menos transparente que a licitação, pois envolve a negociação do estado diretamente com um único comprador ou grupo de interessados.

Como a transparência é um fator fundamental na implantação de qualquer privatização, este método não é recomendado pela repercussão negativa que pode ser gerada ao processo, ao governo e aos eventuais compradores.

Este método é mais simples de ser aplicado que os demais, mas depende da legislação vigente que pode impedir a transação.

A venda direta pode ser aplicada aos modelos sequencial e de venda concentrada, sendo impedido também de ser aplicado junto ao modelo de pulverização.

A venda direta somente poderia ser aplicada caso houvesse apenas uma instituição capaz de levar adiante o empreendimento, como não é esse o caso dos portos, pode-se ressaltar os outros métodos.

## 5. ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO

A proposta desta pesquisa seguirá apresentando um comparativo entre os meios mais utilizados de obtenção de recursos, com a escolha do modelo que apresentar o menor custo ao governo, então proprietário dos portos, e que esteja embasado por teorias econômicas existentes.

Segundo a *packing order theory of finance*, descrita no referencial teórico deste trabalho, a instituição possui três meios de obter recursos normalmente utilizados, são eles:

- I. Receitas normais;**
- II. Endividamento;**
- III. Abertura de capital.**

Estas opções são buscadas nesta mesma ordem pelas companhias, ou seja, as companhias recorrem primeiramente as suas receitas normais, não sendo o suficiente, buscam pelo endividamento e como última opção está a abertura de capital.

Como o primeiro item da lista é diretamente ligado ao nível de serviço dos portos, que por sua vez é extremamente dependente da superestrutura e infraestrutura oferecida pelas companhias, ou seja, dos berços, agilidade nos trâmites entre outros, concorda-se na exclusão desta alternativa.

Seguindo a lista de possibilidades, analisar-se-á a emissão de novas dívidas pela companhia e em seguida a abertura de capital com seus respectivos custos.

Para a melhor compreensão possível, usar-se-á o exemplo da Companhia Docas de São Paulo – CODESP, com os valores informados pela própria companhia através de seu estatuto (em anexo), podendo assim realizar-se uma simulação das duas hipóteses com seus respectivos custos.

O valor de mercado da CODESP segundo seu relatório anual de 2011 é de **R\$ 791.221.426,72** (setecentos e noventa e um milhões, duzentos e vinte e um mil, quatrocentos e vinte e seis reais e setenta e dois centavos).

Segundo motivos também explicitados no decorrer do trabalho, caberá ao governo a manutenção de parcela na estrutura societária da empresa, porém mínima, segundo a proposta do autor, que será então de 1% em qualquer hipótese.

Para uma maior uniformidade nas simulações será avaliado o custo de um empréstimo e de uma operação de abertura de capital no valor de 99% do valor da empresa, ou seja **R\$783.309.212,45** (setecentos e oitenta e três milhões, trezentos e nove mil, duzentos e doze reais e quarenta e cinco centavos) desconsiderando dificuldades de aprovação de crédito e demais externalidades.

### **5.1. Levantamento de recursos através do endividamento**

Dando continuidade a proposta iniciada neste capítulo, serão levantados neste subitem as custas de um empréstimo bancário no valor de **R\$783.309.212,46** (setecentos e oitenta e três milhões, trezentos e nove mil, duzentos e doze reais e quarenta e seis centavos) realizado sob a menor taxa de juros praticada no mercado atualmente segundo o BNDES.

As seguintes simulações foram realizadas com dados disponíveis no site do BNDES com uma taxa de 8% ao ano e pela tabela *price*, praticada nesta modalidade de operação em períodos que vão de cinco a trinta anos.

- **5 anos ou 60 meses**

Valor total após financiamento – **R\$946.694.415,24**

Valor dos juros – **R\$163.385.202,78**

Valor de cada uma das 60 prestações – **R\$15.778.240,25**

Valor anual – **R\$189.338.883,00**

- **10 anos ou 120 meses**

Valor total após financiamento – **R\$1.126.626.062,80**

Valor dos juros – **R\$343.316.850,34**

Valor de cada uma das 120 prestações – **R\$9.388.550,52**

Valor anual – **R\$112.662.606,24**

- **15 anos ou 180 meses**

Valor total após financiamento – **R\$1.324.803.681,96**

Valor dos juros – **R\$541.494.469,50**

Valor de cada uma das 180 prestações – **R\$7.360.020,45**

Valor anual – **R\$88.320.245,4**

- **20 anos ou 240 meses**

Valor total após financiamento – **R\$1.539.954.998,41**

Valor dos juros – **R\$756.645.785,95**

Valor de cada uma das 240 prestações – **R\$6.416.479,16**

Valor anual – **R\$76.997.749,92**

- **25 anos ou 300 meses**

Valor total após financiamento – **R\$1.770.470.980,85**

Valor dos juros – **R\$987.161.768,39**

Valor de cada uma das 300 prestações – **R\$5.901.569,93**

Valor anual – **R\$70.818.839,16**

- **30 anos ou 360 meses**

Valor total após financiamento – **R\$2.014.540.258,20**

Valor dos juros – **R\$1.231.231.045,74**

Valor de cada uma das 360 prestações – **R\$5.595.945,16**

Valor anual – **R\$67.151.341,92**

### **Conclusão:**

Tomando como base a análise feita através do lucro total da CODESP do ano de 2011, que foi de **R\$65.209.000,00 (sessenta e cinco milhões duzentos e nove mil reais)**, e o valor mínimo anual do pagamento do empréstimo em 30 anos (máximo oferecido), pouco mais de 67 milhões de reais, pode-se concluir que a obtenção dos recursos requeridos **não** seria passível de pagamento pela empresa.

### **5.2. Levantamento de recursos através da abertura de capital.**

A abertura de capital pode ser descrita basicamente como a venda parcial ou total da empresa possibilitando assim, a entrada de novos agentes em sua estrutura societária e

consequentemente a diminuição da fração correspondente do atual proprietário, neste caso, o governo.

O processo em questão apresenta várias etapas para a sua aplicação, sendo necessário o envolvimento de muitos agentes como, bancos, auditores, órgãos governamentais, entre outros, o que acaba gerando um custo bastante elevado segundo alguns autores como Fortuna (2009).

Estes custos tem sido responsáveis pelo afastamento de várias empresas da negociação de seus papéis, principalmente na bolsa de valores, que também para o mesmo autor, se configura como o mais caro meio de se abrir o capital de uma instituição.

Segundo a Bovespa, antes da abertura de capital, deverá ser feita uma reflexão sobre sua conveniência, que pode vir a ser no âmbito interno ou externo, contando com o auxílio de instituições financeiras especializadas.

Após a constatação da conveniência da venda, faz-se necessária, por exigência legal, a contratação de uma auditoria externa à empresa e devidamente registrada na CVM para que veracidade das demonstrações financeiras e patrimônio físico sejam atestadas e adquiram bom conceito no mercado.

Ainda no seguimento do processo, a legislação obriga a contratação de uma instituição financeira, que pode ser um banco de investimento, corretora de valores, distribuidora de títulos, ou banco múltiplo, sendo esta instituição a responsável pelo devido assessoramento de todo o processo e indicações pertinentes.

Como a empresa em questão (CODESP) já é uma sociedade anônima regida por ações, somente será preciso a alteração em seu estatuto para que a venda seja realizada deixando assim, o processo bem mais simples.

Com todas estas etapas concluídas, vem então, o pedido de registro junto a CVM, onde é expedida uma autorização para negociação em bolsa, podendo assim finalmente iniciar suas operações no mercado de capitais.

Com este início, é aberta uma oferta inicial de ações, que deve ser amplamente divulgada ao mercado, geralmente através de uma empresa de publicidade para que o mercado se atente a possibilidade de participar do processo.

A seguinte tabela demonstra as etapas necessárias e possíveis geradoras de custos referentes à abertura de capital de uma empresa.

**TABELA 9:** Etapas e custos para a abertura de capital de uma empresa.

Etapas	Legais e institucionais	Publicação e marketing	Intermediação financeira	Internos da empresa
Preparações preliminares				:Estudo sobre a abertura de capital :Consultoria externa de mercado de capitais
Montagem da operação	:Contratação de auditoria externa	:Edital de convocação e atas de assembléia e RCAs. :Demonstrações financeiras	:Comissão de Coordenação	
Processos junto a CVM	:Taxa de registro de emissão	:Prospecto		:Preparação de documentos
Registro em bolsa mercado de balcão e Cetip	:Anuidada à bolsa e mercado de balcão :Cadastro da Cetip			
Pool e marketing de distribuição		:Material informativo :Visita à empresa :Apresentações aos investidores		
Distribuição e liquidação financeira	:Serviço de ações escriturais	:Anúncios de início e encerramento da distribuição	:Comissão de garantia(se houver) e de distribuição	
Manutenção da condição de companhia aberta	:Taxa de fiscalização da CVM	:Publicações obrigatórias :Informes aos acionistas		:Depto de acionistas :Diretoria de relações com investidores :Reuniões com os investidores

Fonte: CVM 2012.

A título de levantamento das despesas referentes à abertura de capital, foi elaborada a seguinte tabela demonstrando os custos dos IPO's da Vale em 2008, Santander em 2009 e Petrobrás em 2010 segundo dados da BM&FBovespa.

**TABELA 10:** Exemplos de custos de abertura de capital.

Ano	Emissor	Distribuição (em mil)	Comissões (em mil)	%	Despesas (em mil)	%	Custos totais (em mil)	%
2008	Vale	R\$ 18.450.242,00	R\$ 179.710,00	1	R\$ 10.208,00	0,1	R\$ 189.918,00	1
2009	Santander	R\$ 12.337.500,00	R\$ 193.016,00	2	R\$ 17.788,00	0,1	R\$ 210.804,00	1,7
2010	Petrobrás	R\$ 115.052.319,00	R\$ 228.829,00	0	R\$ 254.969,00	0,2	R\$ 483.799,00	0,4

Fonte: BM&FBovespa 2012.

A seguir foi retirada do guia BM&FBovespa para abertura de capital, uma tabela representativa de custos com dados referentes a 7 anos no período entre 2005 e 2011.

**TABELA 11:** Custos constatados em aberturas de capital na BM&FBovespa nos períodos entre 2005 e 2011.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Total	Media	Mediana
<b>Distribuições</b>										
Quantidade	19	42	76	10	23	21	23	214	31	23
IPO	9	26	64	4	5	11	11	130	19	11
Follow-on	10	16	12	6	18	10	12	84	12	12
Valor - (em R\$ mil)	9.375.644	24.889.130	62.164.270	11.845.327	28.493.247	26.499.480	17.029.491	180.296.589	25.756.655	24.889.130
<b>Custos</b>										
Comissões (em R\$ mil)	401.031	937.028	2.200.697	381.157	809.461	574.644	449.172	5.753.189	821.884	574.644
Comissões (%)	4,3	3,8	3,5	3,2	2,8	2,2	2,6	3,2	3,2	2,3
Despesas (em R\$ mil)	78.116	185.081	356.529	39.311	80.596	100.541	134.163	974.337	139.191	100.541
Despesas (%)	0,8	0,7	0,6	0,3	0,3	0,4	0,8	0,5	0,5	0,4
Custo total (em R\$ mil)	479.147	1.122.109	2.557.226	420.467	890.058	675.185	583.334	6.727.526	961.075	675.185
Custo total (%)	5,1	4,5	4,1	3,5	3,1	2,5	3,4	3,7	3,7	2,7

**Fonte:** BM&FBovespa 2012.

Como pode ser observado na tabela 12, os custos totais referentes à abertura de capital tem uma média de 3,7% do montante adquirido na oferta, percentagem esta que será utilizada na simulação do caso da CODESP.

Observa-se também na próxima Tabela 12, o comportamento dos custos divididos entre comissões e despesas.

**TABELA 12:** Comportamento dos custos divididos entre comissões e despesas.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Media	Mediana
<b>Distribuições</b>									
Menor (em R\$ mil)	16.000	152.833	200000	20701	241391	150000	173056	136283	152833
Maior (em R\$ mil)	1.119.468	3.000.000	5761323	5872687	7322442	8796344	4984949	5265316	5761323
Média (em R\$ mil)	493.455	592.598	817951	1184533	1238837	1261880	740413	904238	
Mediana (em R\$ mil)	439.182	475.117	521194	421011	707292	629440	434783		475117
<b>Custos</b>									
<b>Comissões</b>									
Menor (em R\$ mil)	640	3.368	3833	1035	5131	3225	6304	3362	3368
Maior (em R\$ mil)	36.864	64.011	152713	234907	274592	109733	96554	138482	109733
Média (em R\$ mil)	21.107	22.310	28957	38116	35194	27364	19529	27511	
Mediana (em R\$ mil)	20.651	20.024	22310	16214	23020	23531	14845		20651
Média (%)	4,3	3,8	3,5	3,2	2,8	2,2	2,6	3	
Mediana (%)	4,7	4,2	4,3	3,9	3,3	3,7	3,4		4,3
<b>Despesas</b>									
Menor (em R\$ mil)	83	683	1766	428	1500	1500	355	902	683
Maior (em R\$ mil)	7.641	23.997	13518	8090	8328	12816	13798	12598	12816
Média (em R\$ mil)	4.111	4.407	4691	3931	3504	4788	5833	4466	
Mediana (em R\$ mil)	3.841	4.043	4178	3616	3107	3962	5061		3962
Média (%)	0,8	0,7	0,6	0,3	0,3	0,4	0,8	0,5	
Mediana (%)	0,9	0,9	0,8	0,9	0,4	0,6	1,2		0,8

**Fonte:** BM&FBovespa 2012.

A seguir apresentam-se os custos de abertura de capital conforme a sua natureza, divididos por empresas de diferentes faixas de valores obtidos em sua distribuição.

**TABELA 13:** Custos de abertura de capital divididos por natureza e faixas de distribuição.

(mediana em R\$ milhões)	Até 200		De 200 a 500		De 500 a 1000		De 1000 a 9000	
	(em R\$ mil)	(%)	(em R\$ mil)	(%)	(em R\$ mil)	(%)	(em R\$ mil)	(%)
Comissões								
Colocação	3091	1,9	6885	1,7	10359	1,6	17583	1,1
Coordenação	1059	0,6	2387	0,6	3695	0,6	5983	0,4
Garantia de liquidação	1080	0,7	2407	0,6	3712	0,6	6324	0,4
Incentivo	1404	0,9	3265	0,8	6446	1	9988	0,6
Outras(*)	315	0,2	2124	0,5	4302	0,7	7763	0,5
Total	6949	4,2	17068	4,3	28514	4,4	47641	3
Despesas								
Advogados e consultores	1000	0,6	2000	0,5	3695	0,6	5983	0,4
Publicidade	322	0,2	700	0,2	708	0,1	1000	0,1
Auditoria	400	0,2	608	0,2	403	0,1	520	0
Registro	83	0,1	166	0	166	0	91	0
Outras	455	0,3	1000	0,3	1127	0,2	1500	0,1
Total	2260	1,4	4474	1,1	6098	0,9	9094	0,6
Custos totais	9209	5,6	21542	5,5	34612	5,3	56734	3,5

**Fonte:** BM&FBovespa 2012.

Dando prosseguimento à proposta da pesquisa, far-se-á uma simulação para valor igualmente levantado através de empréstimo no sistema financeiro, porém, ao contrário da escolha da alternativa mais barata de endividamento, escolher-se-á a alternativa mais cara, segundo a literatura financeira, para a abertura de capital, a abertura através de um *IPO* na Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo.

Logo, supondo uma obtenção de recursos através de um *IPO* na Bolsa de Valores de São Paulo no mesmo valor do financiamento simulado no tópico 5.1, de R\$783.309.212,46, já que, segundo Fortuna (2009), é impossível a previsão do montante a ser arrecadado em um *IPO* devido a uma série de fatores como a atual condição macroeconômica do país, crises em que se encontram as economias globais, otimismo dos mercados, entre outros.

Para esta previsão será usado o valor da média dos custos totais descritos na tabela 14 para a faixa de arrecadação que vai de R\$500.000.000,00 (quinhentos milhões) à R\$1.000.000.000 (um bilhão) que é de 5,3%.

### **Conclusão:**

Pode-se aferir o custo total do negócio de R\$783.309.212,46 X 5,3% = **R\$41.515.388,26** (quarenta e um milhões, quinhentos e quinze mil, trezentos e oitenta e oito reais e vinte e seis centavos).

Sendo assim, a nova estrutura societária da CODESP ficaria da seguinte forma descrita na tabela a seguir:

**TABELA 14:** Capital em número de ações ordinárias e preferenciais da CODESP

Nome	ON	PN	Total
Governo	999.928.220	0	999.928.220
Iniciativa privada	98.992.893.809	99.992.822.023	198.985.715.832
Total	99.992.822.029	99.992.822.023	199.985.644.052

Tabela elaborada segundo a proposta do autor.

Na tabela 15, a nova estrutura societária da CODESP, a título de exemplo, foi elaborada segundo a proposta do autor com a participação simbólica de 1% do governo nas ações ordinárias (com direito a voto) da companhia e nenhuma participação nos papéis preferenciais (com preferência no recebimento de dividendos) como previsto nas teorias econômicas onde o governo deve ter interferência mínima nas atividades econômicas onde o setor privado teria interesse.

### **5.2.1. Atratividade do investimento**

A análise da atratividade do investimento é será feita através do RPL – Retorno por patrimônio líquido e P/L – preço sobre o lucro da CODESP de 2011.

- **RPL**

O RPL é um valor de extrema importância na análise fundamentalista, pois representa a taxa de retorno do acionista, medindo a capacidade da empresa gerar lucro para seu acionista. Quanto maior a taxa obtida melhor, ou seja, mais atrativo é o investimento.

O RPL da CODESP é **8,32%** de retorno anual sobre o investimento, taxa totalmente dentro dos padrões do mercado, segundo a Fundação Getúlio Vargas

- **P/L**

O patrimônio sobre o lucro, indica o tempo necessário para o retorno do investimento. Quanto menor o número melhor, pois a partir daí o investidor passará a obter o retorno sobre seu investimento.

No caso da CODESP, o P/L é 12,01, valor atrativo aos padrões do mercado brasileiro também segundo a Fundação Getúlio Vargas.

**Conclusão:**

Conclui-se que, do ponto de vista de dois parâmetros da análise fundamentalista, pode ser constatada a atratividade do investimento, sob a expectativa do mercado, de acordo com o FGV.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

### 6.1. Confirmação dos resultados

Esta dissertação procura contribuir para o incipiente debate sobre abertura de capital nos portos brasileiros. Obviamente, mais pesquisa precisa ser feita, enfocando, por exemplo, a questão da governança corporativa.

Recapitulando, os custos de um financiamento no valor de **R\$783.309.212,45** (setecentos e oitenta e três milhões, trezentos e nove mil, duzentos e doze reais e quarenta e cinco centavos), nos menores juros oferecidos pelo mercado, 8% ao ano em um período de 30 anos pelo BNDES, seriam de:

**R\$1.231.231.045,74** (um bilhão, duzentos e trinta e um milhões, duzentos e trinta e um mil e quarenta e cinco reais e setenta quatro centavos).

E os custos totais de uma possível abertura de capital (IPO) em bolsa de valores, ou seja, a modalidade mais cara do mercado, seriam de em média:

**R\$41.515.388,26** (quarenta e um milhões, quinhentos e quinze mil, trezentos e oitenta e oito reais e vinte e seis centavos).

Além dos indícios levantados através da análise técnica que indicam a atratividade do investimento em questão.

Logo, é indiscutível a diminuição dos custos da obtenção de recursos através da abertura de capital, em relação ao endividamento, além do retorno sobre o investimento de cerca de 8% ao ano, estar dentro dos padrões esperados pelo mercado, sem contar com a prerrogativa científica a favor das privatizações.

### 6.2. Conclusão

Pode-se concluir com este trabalho que a participação majoritária do governo na estrutura societária dos portos marítimos brasileiros, não é a opção mais apropriada a ser adotada, e que a alternativa mais simples de obtenção de recursos necessários à adequação das instalações aos padrões internacionais é a privatização.

Ressalta-se a fundamental argumentação de que qualquer tipo de formação monopolística de mercado é prejudicial à economia e que não é diferente no setor portuário.

Foram levantados benefícios trazidos pela iniciativa privada na administração de empresas em relação à gestão estatal causada pelo “engessamento” da máquina pública e a burocracia exacerbada, utilizando a evidência global para esta constatação.

Além de toda a argumentação já citada, foi também constatada a ineficiência governamental na alocação dos investimentos empenhados no sistema portuário observando o histórico desde as primeiras tentativas de melhorias feitas pelo rei Don João VI de Portugal durante o período do império, até os diversos governos desde então.

Experiências em outros setores como aviação e metrô foram descritas com o objetivo de constatar a enorme progresso na eficiência trazido pelas privatizações sempre com o intuito de prover a prestação do serviço adequadamente, e alguns dados que indicam o possível interesse no investimento pelo setor privado.

Toda esta dissertação foi constituída com base no pensamento liberal econômico, colocando em evidência prerrogativas de pensadores como Hayek, Mises, Bentham, Friedman entre outros. Este explícito liberalismo foi adotado ao se constatar, através da evidência empírica, a superioridade desta corrente frente a outras com tendências esquerdistas que nunca obtiveram êxito na história econômica.

Logo com toda esta pesquisa e empenho em sua argumentação, conclui-se que a hipótese desta dissertação de que a abertura de capital como alternativa plausível para o financiamento na infraestrutura portuária foi comprovada adequadamente.

### **6.3. Sugestões para futuras pesquisas**

Durante algumas etapas desta pesquisa, notou-se a necessidade de levantamentos sobre fatores até então não pesquisados, como:

- Comparação de custos de serviços portuários no Brasil e no exterior;
- A real necessidade das agências reguladoras no setor portuário brasileiro;
- Comparação entre a gestão estatal e privada em empresas de setores variados;
- Governança Corporativa de portos.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Assaf N, A. (2003) *Finanças Corporativas e Valor*. Editora Atlas, São Paulo.
- BANIF CVM [www.banifinvest.com.br](http://www.banifinvest.com.br), acessado em 01/12/2011
- Braga, R.(1992) *Fundamentos e técnicas de administração financeira*. Editora Atlas, São Paulo.
- Brasil, H. G.(1997) *Endividamento e valor: um estudo do comportamento financeiro da firma*. Tese de doutoramento em economia pela UFRJ. Rio de Janeiro.
- Brealey, E.F. e Myers, S.C.(1998) *Princípios de finanças empresariais*. Editora McGraw-Hill, Lisboa.
- Brigham, E. F. e Houston, J. F.(1999) *Fundamentos da moderna administração financeira*. Editora Campus, Rio de Janeiro.
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br), acessado em 30/11/2011
- Brito, G. A. S; Batistella, F. D. e Corrar, L. J. (2007) Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*. n. 43, p. 9-19.
- Casarotto, N. e Hartmut, B. (2010) *Análise de Investimentos*. Editora Atlas, São Paulo.
- CITIBANK Corretora [www.citicorretora.com.br](http://www.citicorretora.com.br), acessado em 01/12/2011
- CVM Comissão de valores mobiliários – [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br), acessado em 30/11/2011
- Diário Oficial da União – Seção 1 – 26/02/1993 (publicação original)
- Durand, D.(1952) *Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*. Conference on Research on Business Finance. New York.
- Estache, A, (2001) *Privatization and regulation of transport infrastructure in 1990s*. The World Bank Research Observer, 16, 85-107.
- Fortuna, E. (2009) *Mercado Financeiro*. Editora Qualitymark, São Paulo.
- Fórum Econômico Mundial (2008) - *Relatório 2008 de Competitividade Global do Fórum Econômico Mundial*.
- GEIPOT (2001) A Reforma Portuária Brasileira, Ministério dos Transportes, Brasília: GEIPOT/MT.
- Gomes, G.L e LEAL, R.P.C.(2000) *Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsas de Valores*. Editora Atlas, São Paulo.
- Hair, J.F.; Anderson, R.E.; Tathan, R.L. e Black, W.C.(1995) - *Multivariate Data Analysis*. 4 Editora Prentice-Hall, New Jersey.
- Hanke, S. H. (1987) - *Privatizar para crescer*. Editorial Nórdica Ltda. Rio de Janeiro.

- Hoffman, J. (2001) *Latin American Ports: Results and determinants of private sector participation*. International Journal of Maritime Economics, 3, 221-241.
- Jorge, S. Armada, M.J.R. (2001) - *Fatores determinantes do endividamento: uma análise em painel*. Revista de Administração Contemporânea, Curitiba, v.5, n.2, p.9-31, maio/ ago.
- Jain, B. A. and O. Kini, (1994). *The post-issue operating performance of IPO firms*. Journal of Finance, 1699-1726.
- Khurshsed, A., Paleari, S., Vismara, S., (2003). *The operating performance of initial public offerings: the UK experience*. Unpublished working paper, University of Manchester.
- Lacerda, S. M (2005) *Investimentos nos portos brasileiros: oportunidades de concessão da infraestrutura portuária*, Rio de Janeiro.
- Latge, S.P.S. (1988) *Privatização e política industrial: a experiência brasileira*. Universidade Federal do Rio de Janeiro (dissertação de mestrado), Rio de Janeiro.
- Mankiw, N. G. (1985) "*Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly*." Quarterly Journal of Economics.
- Mankiw, N.G.(2006) *Introdução à Economia*. Editora Campus, Rio de Janeiro.
- Matias, A. B. (2007) *Finanças corporativas de longo prazo*. Editora Atlas São Paulo.
- Matarazzo, D. C. (1995) *Análise financeira de balanços*. 3.ed. São Paulo: Atlas.
- Meyer, P. J., Allen, J. N. e Smith, C A. (1993) *Commitment to organizations and occupations: Extension and test of a three-component conceptualization*. Journal of Applied Psychology, 538-551.
- Miller, M. (1963) *Debt and Taxes*. Journal of Finance, p. 261-275, 1977.
- Moreira, M.M. e PUGA, F.P. (2000) *Como a Indústria Financia o seu Crescimento: uma Análise do Brasil Pós-Plano Real*. Textos para Discussão 84, BNDES, Rio de Janeiro.
- Modigliani, F. e Miller, M. (1958) *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*. American Economic Review, v. 48, n. 3, p. 261-297, June.
- Modigliani, F. e Miller, M. (1959) *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply*. American Economic Review, n. 4, p. 655-669, September.
- Modigliani, F. e Miller, M.,(1963) *Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: a Correction*. American Economic Review, n. 3, p. 433-443, June.
- Niada, A. L. (2011) *O processo primário de abertura de capital*. Dissertação de mestrado submetida ao Programa de Pós Graduação em Ciências Econômicas da UFRGS, Porto Alegre.
- Pereira, S.B.C. (2000) *Análise da Relação entre Valor e Alavancagem no Mercado Brasileiro*. Anais do XXIV ENANPAD, Florianópolis.

- Richard T. Ely (1990) *Monopolies and Trusts*. p. 162, New York: MacMillan.
- Rocha, C. H e Britto, P.A.P. (2010) *Securitization of areas and installations in Brazil. Maritime Policy & Management*. 163-174
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. e Jaffe, J. F. (1995). *Administração financeira: corporate finance*. Editora Atlas, São Paulo
- Sachsida, A. Machado. J (2008) *Fatores determinants da riqueza de uma nação*. Editora Interciência, São Paulo.
- Schoroeder, R. G.; Clark, M. W. e Cathey, J.M. (2005) *Financial accounting theory and analysis: text reading and cases*, 8. edition, New York: John Wiley & Sons, 2005.
- Spinelli Corretora – [www.spinelli.com.br](http://www.spinelli.com.br), acessado em 01/12/2011
- Stiglitz, J. E. (1989) *Perspectives on economic development - markets, market failure, and development*. AEA Papers and Proceedings, May.
- Velasco, J.R. (1997) *A economia política das políticas públicas: as privatizações e a reforma do Estado*. In BNDES, nº.55,
- Zonenschan, C.N. (1998) *Estrutura de capital das empresas no Brasil*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, p.63-92.