

Estatais federais: sinais de deterioração financeira e risco fiscal para a União¹¹

Alexandre Andrade e Gustavo Queiroz

Considerações iniciais

Analisar indicadores financeiros das empresas estatais federais é relevante porque o resultado de empresas em que a União detém participação majoritária, direta ou indireta, e independentemente de serem empresas públicas ou sociedades de economia mista, pode afetar as necessidades de financiamento e a programação fiscal do Tesouro Nacional.

No RAF nº 11¹², de dezembro de 2017, a IFI analisou alguns números, até então mais recentes, das estatais federais dependentes e não dependentes, com o objetivo de avaliar eventuais impactos que o resultado dessas empresas poderia trazer para o resultado primário do governo central, em um contexto de recém-aprovação da Emenda Constitucional (EC) nº 95¹³, de 2016, que estabeleceu um teto de gastos para a União.

O presente texto não pretende levantar elementos sobre a possibilidade de privatização das empresas. Esse debate é complexo e envolve a análise não apenas de custos e benefícios de se manter uma determinada empresa sob controle do Estado, como também os retornos sociais que se esperam obter. O foco aqui está no diagnóstico das contas e dos indicadores contábeis/financeiros das estatais, sem a pretensão de avançar sobre recomendações de política.

De acordo com o Banco Central, que divulga o resultado primário pelo critério abaixo da linha¹⁴, as empresas estatais, incluindo as estatais federais, estaduais e municipais, registraram déficit primário de 0,05% do PIB em 2025, influenciado pelo desempenho das estatais federais, que registraram déficit de 0,04% do PIB no ano passado. A título de comparação, as estatais haviam registrado superávit primário de 0,06% do PIB, em 2022, resultado que passou para déficit primário de 0,02% do PIB, em 2023, aumentando para déficit de 0,07% do PIB em 2024. Ou seja, houve uma deterioração do resultado primário das estatais nos três últimos exercícios financeiros. Considerando as informações de 2026, na comparação em 12 meses, o déficit primário das empresas estatais foi de 0,07% do PIB

¹¹ Acesse o relatório completo em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2026/julho/relatorio-de-acompanhamento-fiscal-jul-2026>.

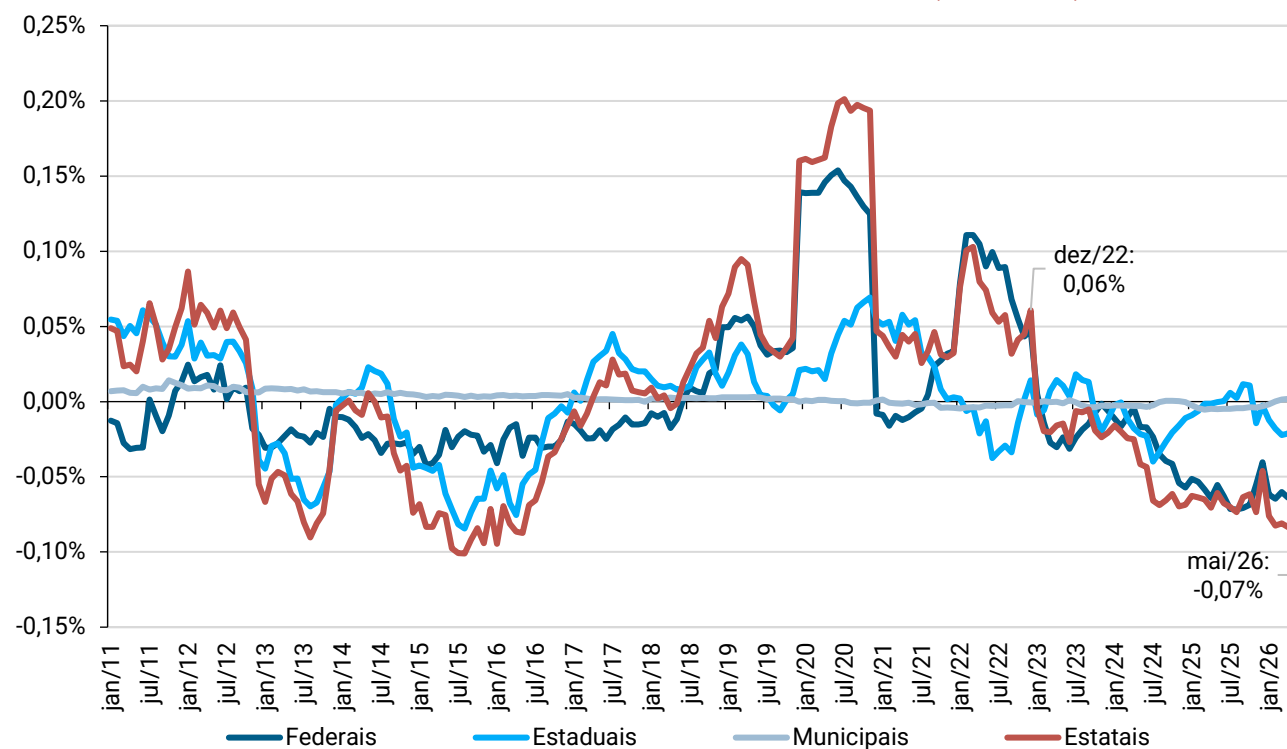
¹² Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/535500/RAF11_DEZ_2017.pdf.

¹³ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc95.htm.

¹⁴ Existem duas formas de se calcular o resultado primário de um ente: (i) metodologia acima da linha; e (ii) metodologia abaixo da linha. A metodologia acima da linha considera os fluxos de receitas e despesas em determinado instante do tempo para o cálculo do primário. A metodologia abaixo da linha considera a variação do endividamento líquido entre um período e outro, deduzindo os juros nominais. Esta forma de contabilizar os dados é adotada pelo Banco Central e segue padrões internacionais (manuais de estatísticas de finanças públicas do Fundo Monetário Internacional).

em maio, configurando uma piora de 0,03 p.p. do PIB no resultado das estatais entre dezembro e maio, nessa base de comparação (Gráfico 5).

GRÁFICO 5. RESULTADO PRIMÁRIO DAS EMPRESAS ESTATAIS (% DO PIB)



Esse panorama agregado será complementado ao longo do texto por um detalhamento em nível de empresa, com base em informações da Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (Sest) do Ministério da Gestão e da Inovação em Serviços Públicos (MGI)¹⁵. Como se verá adiante, os dados da Sest indicam uma deterioração da saúde financeira de algumas empresas estatais dependentes e não dependentes, o que aumenta o risco fiscal para o Tesouro Nacional em razão da eventual necessidade de aportes ou suplementações orçamentárias – despesa primária que concorreria com as demais despesas sujeitas aos limites da Lei Complementar (LC) nº 200¹⁶, de 2023, que criou o Regime Fiscal Sustentável (RFS).

Este texto está estruturado da seguinte forma: a próxima seção caracteriza juridicamente as empresas estatais e a distinção entre dependentes e não dependentes de recursos do Tesouro; a seção posterior discute os riscos fiscais associados a esses dois grupos de empresas, à luz do Relatório de Riscos Fiscais da União e do PLDO 2027; as duas seções subsequentes apresentam indicadores financeiros selecionados para as estatais dependentes e não dependentes, respectivamente; e a última seção antes das

¹⁵ Os dados podem ser acessados no seguinte link: <https://panoramadasestatais.gestao.gov.br>.

¹⁶ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp200.htm.

considerações finais aprofunda a análise de quatro empresas específicas – ECT, Codevasf, Emgepron e Infraero – a partir de informes financeiros.

Empresas estatais (dependentes e não dependentes)

No Brasil, o conceito, o estatuto jurídico e as regras de funcionamento das empresas estatais são definidos, principalmente, pela Constituição Federal¹⁷ de 1988 e pela Lei nº 13.303¹⁸, de 30 de junho de 2016, também conhecida como Lei das Estatais. O termo “empresa estatal” é um conceito genérico que abrange duas espécies de entidades da administração pública indireta: as Empresas Públicas e as Sociedades de Economia Mista.

A primeira norma a conceituar essas figuras no ordenamento jurídico brasileiro foi o Decreto-Lei nº 200¹⁹, de 25 de fevereiro de 1967. O inciso II do art. 5º do decreto conceitua a Empresa Pública, enquanto o inciso III do mesmo artigo conceitua a Sociedade de Economia Mista.

A principal norma infraconstitucional sobre o tema, no entanto, é a Lei das Estatais, que dispõe sobre o estatuto jurídico da Empresa Pública, da Sociedade de Economia Mista e de suas subsidiárias. O art. 3º da Lei nº 13.303 define Empresa Pública como “entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei e com patrimônio próprio, cujo capital social é integralmente detido pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou pelos Municípios”. Inserem-se nesse conceito, por exemplo, a Caixa Econômica Federal, o BNDES e a Empresa de Correios e Telégrafos (ECT).

O art. 4º da Lei nº 13.303, por sua vez, define a Sociedade de Economia Mista como “entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União, aos Estados, ao Distrito Federal, aos Municípios ou a entidade da administração indireta”. Exemplos de empresas abarcadas pela definição são Banco do Brasil e Petrobras.

A Constituição Federal (CF) de 1988 traz a base jurídica para a existência e a atuação dessas empresas no mercado, limitando sua criação e disciplinando seu regime de funcionamento. O art. 173 da CF estabelece que o Estado só pode explorar diretamente a atividade econômica quando necessário aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei. O §1º do mesmo artigo determina que a lei (que veio a ser a Lei das Estatais) deve estruturar o estatuto jurídico das estatais, sujeitando-as ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários. O inciso XIX do art. 37 da

¹⁷ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm.

¹⁸ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm.

¹⁹ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0200.htm.

CF determina, ainda, que a criação de empresa pública e de sociedade de economia mista depende de autorização por lei específica.

Uma classificação importante que pode ser feita ao se analisar as estatais consiste em discriminar as empresas entre dependentes e não dependentes de recursos do Tesouro da União²⁰. De acordo com o inciso III do art. 2º da LC nº 101²¹, de 4 de maio de 2000, também conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), a estatal é considerada dependente quando necessita de recursos da União para realizar despesas de pessoal, custeio e capital, excluindo-se, neste caso, recursos provenientes de participação acionária. Ou seja, uma empresa estatal dependente precisa de recursos do Tesouro para manter sua operação, sendo esses recursos disponibilizados em dotações no Orçamento Fiscal e da Seguridade Social (OFSS)²².

A Tabela 2 apresenta uma relação das empresas estatais federais dependentes em 2025. De acordo com dados da Sest e do Portal Siga Brasil, existiam 17 empresas nessa condição. Comparando a tabela com a Tabela 9 do referenciado RAF nº 11, que trazia 18 empresas como dependentes, as seguintes modificações ocorreram: (i) a Infra S.A. (Tabela 2) resultou da fusão entre a Empresa de Planejamento e Logística S.A. (EPL) e a Valec; (ii) a Telebras passou a ser dependente; e (iii) as Indústrias Nucleares do Brasil S.A. (INB), por meio do Decreto nº 11.235²³, de 13 de outubro de 2022, foram incorporadas à Empresa Brasileira de Participações em Energia Nuclear e Binacional (ENBPar), uma estatal dependente.

²⁰ Uma outra separação que poderia ser feita seria classificar as empresas como sendo de controle direto ou indireto da União.

²¹ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm.

²² O OFSS representa a maior e mais importante fatia do orçamento público do governo federal, compondo a Lei Orçamentária Anual (LOA) junto com o orçamento de investimentos das empresas estatais. O OFSS consolida todas as receitas arrecadadas pelo Estado (como impostos, taxas e contribuições) e define como o dinheiro será aplicado para manter a máquina pública em funcionamento e ofertar serviços públicos à sociedade.

²³ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/decreto/D11235.htm#:~:text=DECRETO%20N%C2%BA%2011.235%2C%20DE%2013,vista%20o%20disposto%20no%20art.

TABELA 2. INFORMAÇÕES SOBRE AS EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS DEPENDENTES

Denominação	Órgão supervisor	Natureza jurídica	Atividade exercida
Amazul - Amazônia Azul Tecnologia de Defesa S.A.	Ministério da Defesa	Empresa Pública	Comércio e Serviços
CBTU - Companhia Brasileira de Trens Urbanos	Ministério das Cidades	Sociedade de Economia Mista	Transportes
Ceitec - Centro Nacional de Tecnologia Eletrônica Avançada S.A.	Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação	Empresa Pública	Indústria
Codevasf - Companhia de Desenvolvimento dos Vales do São Francisco e do Parnaíba	Ministério da Integração e do Desenvolvimento Regional	Empresa Pública	Comércio e Serviços
Conab - Companhia Nacional de Abastecimento	Ministério do Desenvolvimento Agrário e Agricultura Familiar	Empresa Pública	Abastecimento
Conceição - Hospital Nossa Senhora da Conceição S.A.	Ministério da Saúde	Sociedade de Economia Mista	Comércio e Serviços
CPRM - Companhia de Pesquisa de Recursos Minerais	Ministério de Minas e Energia	Empresa Pública	Comércio e Serviços
EBC - Empresa Brasil de Comunicação S.A.	Presidência da República	Empresa Pública	Comércio e Serviços
EBSERH - Empresa Brasileira de Serviços Hospitalares	Ministério da Educação	Empresa Pública	Comércio e Serviços
Embrapa - Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária	Ministério da Agricultura e Pecuária	Empresa Pública	Comércio e Serviços
EPE - Empresa de Pesquisa Energética	Ministério de Minas e Energia	Empresa Pública	Comércio e Serviços
HCPA - Hospital das Clínicas de Porto Alegre	Ministério da Educação	Empresa Pública	Comércio e Serviços
Imbel - Indústria de Material Bélico do Brasil	Ministério da Defesa	Empresa Pública	Indústria
Infra S.A. - Valec Engenharia, Construções e Ferrovias S.A.	Ministério dos Transportes	Empresa Pública	Transportes
Nuclep - Nuclebras Equipamentos Pesados S.A.	Ministério de Minas e Energia	Empresa Pública	Indústria
Telebras - Telecomunicações Brasileiras S.A.	Ministério das Comunicações	Sociedade de Economia Mista	Comércio e Serviços
Trensurb - Empresa de Trens Urbanos de Porto Alegre S.A.	Ministério das Cidades	Sociedade de Economia Mista	Transportes

Fonte: Sest/MGI e Siga Brasil. Elaboração: IFI

As empresas estatais não dependentes são empresas controladas pelo Estado (empresas públicas ou sociedades de economia mista) que não necessitam de recursos do Tesouro Nacional para financiar despesas de pessoal, custeio e investimentos, com exceção de aportes que aumentem participação acionária. São entidades que operam com receitas próprias geradas por suas atividades operacionais e não oneram o OFSS. Suas despesas de investimento integram o orçamento de investimentos da União.

Aqui, convém introduzir o Programa de Dispêndios Globais (PDG)²⁴. O PDG reúne as informações econômico-financeiras das empresas estatais não dependentes para um determinado ano de referência. Em linhas gerais, o programa contém as seguintes informações: (i) origem dos recursos das estatais não dependentes (receitas operacionais, receitas de capital, operações de crédito etc.); (ii) aplicações dos recursos (custos operacionais, despesas correntes, investimentos, folha de pessoal etc.); e (iii) fluxos de caixa e necessidades de financiamento.

A base legal do PDG é um decreto presidencial aprovado todos os anos após a sanção da LOA. As finalidades do programa podem ser assim descritas: (i) planejar e controlar os

²⁴ O PDG de 2026 foi regulamentado pelo Decreto nº 12.804, de 29 de dezembro de 2025. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2025/decreto/d12804.htm.

gastos e investimentos das empresas estatais; (ii) avaliar a convergência das receitas e despesas com as metas fiscais do governo central; (iii) integrar o orçamento de investimentos das empresas estatais ao OFSS; (iv) garantir transparência e monitoramento das políticas de aplicação, operações de crédito e desempenho financeiro das estatais; entre outras.

O PDG abarca, portanto, todas as origens e aplicações de recursos das empresas estatais não dependentes, incluindo os gastos com ativo imobilizado (investimentos), que correspondem ao orçamento de investimentos, conforme previsto no art. 165, §5º, inciso II da CF de 1988. Ao integrar formalmente o Orçamento de Investimentos da União, a elaboração do PDG segue o calendário da LOA²⁵.

Importante mencionar que a relação financeira entre a União e suas empresas estatais não dependentes pode ser caracterizada como uma via de mão dupla. As empresas atuam como agentes de mercado, ao mesmo tempo em que geram retorno ao Estado, que é o acionista controlador. Basicamente, portanto, a relação ocorre por meio de (i) investimentos, como aumento de capital social (aportes) e/ou subvenções e contratos de prestação de serviços; e (ii) recolhimento de dividendos, juros sobre o capital próprio, tributos e encargos, e/ou participações especiais e *royalties*.

Os aportes configuram transferências de recursos do Tesouro à empresa com vistas à reposição de capital eventualmente corroído por prejuízos em exercícios anteriores ou então ao aumento do capital para alavancar as atividades da empresa. Se tais aportes forem sistemáticos, a empresa pode vir a ser reclassificada como dependente de recursos do Tesouro.

As prestações de serviços ocorrem quando a União contrata a estatal para executar políticas públicas específicas, pagando pelo serviço. Por exemplo, o governo paga tarifas à Caixa pela operacionalização do pagamento do Bolsa Família, do FGTS e do PIS. Trata-se de uma relação comercial de prestação de serviços.

Por outro lado, as estatais não dependentes geram receitas para os cofres públicos. Por meio de dividendos e juros sobre o capital próprio, a União recebe fatia relevante dos lucros distribuídos por essas companhias. Essas empresas também recolhem tributos e encargos. As empresas que atuam na exploração de recursos naturais também recolhem participações especiais e *royalties* sobre a produção ao Estado.

²⁵ Importante lembrar que o PDG também possui avaliação periódica. O Decreto é aprovado no exercício anterior, mas sofre alterações no decorrer do exercício, assim como a LOA. Essas mudanças são realizadas por meio de portarias. Exemplo: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/portaria-mgi-n-3.277-de-15-de-abril-de-2026-699937050>.

Riscos fiscais

O Relatório de Riscos Fiscais da União (RRFU)²⁶ de 2025, publicado em novembro, e o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) de 2027²⁷, enviado pelo Poder Executivo ao Congresso em 15 de abril passado, mencionam diversos riscos fiscais relacionados às empresas estatais federais. No PLDO, esse detalhamento é apresentado no Anexo V do documento (riscos fiscais). Comparando os dois documentos, o PLDO 2027 revela um agravamento dos passivos contingentes judiciais²⁸ e uma revisão nas expectativas de retorno financeiro para o Tesouro.

Para as empresas estatais dependentes, os principais riscos fiscais mencionados no PLDO 2027 são: (i) demandas judiciais oriundas de ações trabalhistas, cíveis, tributárias e previdenciárias, com impacto estimado nas demandas de risco possível tendo subido de R\$ 13,1 bilhões, em junho de 2025 (vide RRFU 2025), para R\$ 17,2 bilhões, em dezembro de 2025 (conforme o PLDO 2027), destacando-se a Empresa de Pesquisa Energética (EPE) e a Infra S.A.; e (ii) demandas de risco provável, nas quais as ações com maior probabilidade de perda, que somavam R\$ 6,5 bilhões, em 2024, abarcavam, sobretudo, temas trabalhistas e cíveis.

Na relação dos riscos associados às empresas estatais não dependentes, o PLDO 2027 menciona: (i) frustração na receita de dividendos e juros sobre capital próprio, com a possibilidade de o governo arrecadar R\$ 33,5 bilhões, em 2027, ante R\$ 35,7 bilhões estimados no RRFU 2025; (ii) elevação da necessidade de financiamento para o conjunto das estatais, no âmbito do PDG, que passa a ser de R\$ 7,55 bilhões em 2027, ante déficits projetados de R\$ 6,2 bilhões, em 2025, e R\$ 6,7 bilhões em 2026; e (iii) monitoramento em relação à necessidade de aportes emergenciais em algumas empresas em situação financeira delicada, como os Correios (ECT), a Casa da Moeda (CMB), a Eletronuclear (via ENBPar) e a Companhia Docas.

Vale mencionar que, até 2025, havia a possibilidade de compensação entre as metas de resultado primário do governo central (que inclui o Tesouro Nacional, o Banco Central e o INSS) e das empresas estatais não dependentes (PDG). Por exemplo, eventuais superávits

²⁶ Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-de-riscos-fiscais-da-uniao/2025/114>.

²⁷ Vide página com as informações do documento: <https://www.gov.br/planejamento/pt-br/assuntos/orcamento/orcamentos-anuais/2027/pldo>.

²⁸ Passivos contingentes judiciais representam obrigações financeiras potenciais decorrentes de processos judiciais em andamento, cuja obrigação definitiva ainda depende de um evento futuro e incerto – neste caso, a decisão final da Justiça (o trânsito em julgado). Em termos práticos, trata-se do dinheiro que uma empresa, banco ou o próprio Estado pode ter que pagar em caso de perda de uma ação judicial, mas que ainda não se transformou em uma dívida líquida e certa. Esses passivos são classificados e monitorados de forma rigorosa nas finanças públicas, dividindo-se em três níveis de risco com base na probabilidade de perda: (i) perda provável; (ii) perda possível; e (iii) perda remota. A relevância fiscal desses passivos se traduz em uma obrigação que ingressa no orçamento público sob a forma de precatórios ou requisições de pequeno valor, gerando pressões sobre as metas de resultado primário e as projeções de endividamento público.

apurados pelas estatais poderiam compensar déficits maiores registrados pelo governo central, e vice-versa.

A possibilidade de compensação entre as metas gerava dois problemas principais para a gestão fiscal: (i) perda de transparência em relação à real posição fiscal do governo central e/ou das estatais; e (ii) existência de um risco moral implícito, visto que a possibilidade de compensação entre as metas poderia alterar o incentivo para a perseguição das metas fiscais definidas nas diretrizes orçamentárias.

Esses riscos foram mitigados a partir da LDO 2026, que extinguiu a possibilidade de compensação entre as metas do governo central e das estatais. Com a mudança, a apuração dos resultados de cada segmento tornou-se mais transparente, ao mesmo tempo em que se reforçaram os incentivos ao cumprimento individual das metas e a gestão dos riscos fiscais associados.

Informações e indicadores selecionados das estatais dependentes

A Tabela 3 apresenta algumas informações financeiras das 17 estatais dependentes da União. A partir das dotações constantes do OFSS de 2025 (despesas primárias pagas e restos a pagar pagos), as empresas foram ordenadas em ordem decrescente de dispêndio. Outras informações incluídas na tabela são: (i) composição do dispêndio (pessoal, demais despesas correntes, e investimentos e inversões financeiras), em valores correntes e em relação ao total (%); (ii) participação do governo federal no dispêndio, ou grau de dependência do Tesouro (%); e (iii) despesa de pessoal por funcionário, por mês em Reais (R\$). Esta última variável foi calculada em termos *per capita* pela IFI.

TABELA 3. INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS ESTATAIS DEPENDENTES EM 2025 – R\$ MILHÕES, EXCETO ONDE INDICADO

Denominação	Despesa*	Recursos do Tesouro	Composição da despesa				Grau de dependência do Tesouro Nacional (%)**	Despesa de pessoal por funcionário e por mês (em R\$)***
			Pessoal e Custeio		Investimentos e inversões			
			Valor	%	Valor	%		
EBSERH	10.331,9	10.080,4	9.939,3	96,0	392,6	4,0	97,6	13.029,0
Embrapa	4.667,3	4.591,5	4.527,3	97,0	140,0	3,0	98,4	41.771,6
Conceição	2.714,7	2.696,6	2.657,7	98,0	57,0	2,0	99,3	11.808,4
Codevasf	2.573,4	2.539,0	1.001,1	39,0	1.572,3	61,0	98,7	28.307,3
Conab	2.104,8	2.001,0	2.077,4	99,0	27,4	1,0	95,1	26.582,9
HCPA	2.065,6	1.940,3	2.022,2	98,0	43,4	2,0	93,9	18.347,9
CBTU	1.419,4	1.343,4	1.356,9	96,0	62,5	4,0	94,6	29.041,1
EBC	734,4	641,6	716,8	98,0	17,6	2,0	87,4	20.085,0
CPRM	661,1	658,5	643,9	97,0	17,2	3,0	99,6	28.915,9
Amazul	513,2	510,5	513,2	100,0	0,0	0,0	99,5	18.320,3
Infra S.A.	512,6	496,3	288,6	56,0	224,0	44,0	96,8	22.228,2
Nuclep	505,9	447,0	497,8	98,0	8,1	2,0	88,3	37.583,8
Trensurb	500,3	385,3	424,3	85,0	76,0	15,0	77,0	17.093,7
Imbel	359,4	257,1	313,8	87,0	45,6	13,0	71,5	6.978,7
Telebras	295,1	129,7	285,7	97,0	9,4	3,0	44,0	-
EPE	178,5	176,7	176,7	99,0	1,8	1,0	99,0	25.215,9
Ceitec	73,7	71,3	73,6	100,0	0,1	0,0	96,7	32.499,1
Total	30.211,3	28.966,2	27.516,1	91,1	2.695,2	8,9		

* Representa os valores constantes do orçamento de 2025 pagos mais os restos a pagar pagos relativos a exercícios anteriores, incluindo precatórios.

** Calculado pela IFI a partir da soma das fontes de recursos do tesouro do orçamento de 2025 e dos restos a pagar pagos.

*** Configura a despesa de pessoal e encargos sociais dividida pelo número de trabalhadores efetivos. Os valores foram divididos por 13 para levar em consideração o recebimento do 13º pelos funcionários.

Fonte: LOA 2025, Siga Brasil e Sest/MGI. Elaboração: IFI.

De acordo com a Tabela 3, a despesa das empresas estatais dependentes totalizou R\$ 30,2 bilhões em 2025. Deste montante, R\$ 27,5 bilhões corresponderam a despesa com pessoal²⁹ e custeio e R\$ 2,7 bilhões foram destinados a investimentos e inversões.

Cinco empresas concentram 77,1% (R\$ 21,2 bilhões) da despesa de pessoal e custeio no grupo das estatais dependentes: EBSERH, Embrapa, Hospital Nossa Senhora da Conceição, Companhia Nacional de Abastecimento (Conab) e Hospital das Clínicas de Porto Alegre (HCPA).

Analisando a despesa de investimentos, três empresas respondem por 81,2% (R\$ 2,2 bilhões) dos recursos destinados a essa finalidade: Codevasf, Infra S.A. (junção da Valec

²⁹ Vale lembrar que despesas com pessoal não incorporam outros itens, tais como assistência médica e odontológica e benefícios obrigatórios aos servidores e empregados públicos. Tais rubricas estão classificadas em “Benefícios aos servidores públicos” no Relatório do Tesouro Nacional (RTN) e são enquadradas como custeio.

com a EPL) e EBSEH. Esse resultado é esperado tendo em vista a atuação, principalmente das duas primeiras, voltada a obras públicas.

Os valores incluídos na coluna “Grau de dependência do Tesouro Nacional (%)” representam a parcela do orçamento de cada empresa estatal dependente financiada pelo Tesouro. Como era de se esperar, esses percentuais são relativamente altos, evidenciando a relevância desses recursos para o funcionamento das empresas. Em alguns casos, aproximam-se de 100%.

A última coluna da Tabela 3 apresenta um cálculo da IFI para obter uma *proxy* da despesa de pessoal *per capita* de cada empresa³⁰. Os números foram obtidos via Lei de Acesso à Informação e foram disponibilizados pela Sest/MGI. A IFI dividiu a despesa de pessoal pelo número de funcionários da respectiva empresa, ajustando os efeitos de férias e recebimento de 13º salário. Algumas empresas registraram uma despesa de pessoal *per capita* acima de R\$ 30,0 mil por mês, como a Embrapa (R\$ 41,8 mil), a Nuclep (R\$ 37,6 mil) e a Ceitec (R\$ 32,5 mil) em 2025.

A Tabela 4 apresenta a relação das empresas estatais dependentes com patrimônio líquido (PL) negativo em 2025. As informações foram levantadas para o período de 2018 a 2025. Sete empresas estavam nessa condição no ano passado, de acordo com informações da Sest do MGI: Companhia Brasileira de Trens Urbanos (CBTU), Hospital Nossa Senhora da Conceição (Conceição), Embrapa, Codevasf, Hospital das Clínicas de Porto Alegre (HCPA), Empresa Brasileira de Serviços Hospitalares (EBSEH) e Amazônia Azul Tecnologia de Defesa (Amazul).

A tabela mostra também a evolução do PL dessas empresas nos últimos oito anos. Algumas registraram deterioração nesse indicador no período. A CBTU, por exemplo, perdeu R\$ 3,0 bilhões em PL entre 2018 e 2025. A Codevasf (R\$ 1,7 bilhão), a Embrapa (R\$ 1,4 bilhão) e o Hospital das Clínicas de Porto Alegre (R\$ 1,0 bilhão) também registraram perdas importantes de PL nesse intervalo.

³⁰ O intuito aqui seria alcançar algo próximo de um salário “médio” por empresa. Existe uma heterogeneidade importante entre as empresas em termos de composição do pessoal (se são mais intensivas em pesquisa/engenharia/saúde, podem ter maior despesa média esperada). Esse indicador deve ser percebido com cautela porque podem indicar, erroneamente, algumas métricas de “supersalários” que não condizem com a produtividade, o que pode ou não ser verdade, mas merece mais investigação.

TABELA 4. EMPRESAS ESTATAIS DEPENDENTES COM PATRIMÔNIO LÍQUIDO NEGATIVO EM 2025 – R\$ MILHÕES

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Var. 2025-2018
CBTU	-980,1	86,1	-301,3	-1.381,9	-1.603,3	-1.793,7	-2.872,8	-4.026,5	-3.046,5
Conceição	-533,9	-533,9	-431,0	-416,2	-519,6	-527,6	-470,6	-655,5	-121,5
Embrapa	717,7	523,4	593,5	179,4	116,9	-49,8	-365,0	-635,5	-1.353,1
Codevasf	1.472,7	357,7	313,8	377,6	-1.314,2	-935,1	-84,3	-191,7	-1.664,3
HCPA	981,6	420,2	442,8	180,5	40,8	-18,4	10,6	-55,9	-1.037,5
EBSERH	-240,0	-288,4	54,5	-51,2	7,1	55,7	98,9	-19,9	220,2
Amazul	-18,2	-8,5	-6,0	-6,9	-4,0	-8,3	-9,5	-1,5	16,7

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

Em termos contábeis, o patrimônio líquido constitui a riqueza real de uma empresa, ou seja, o valor que realmente pertence aos seus proprietários após todas as obrigações financeiras serem deduzidas. O PL representa os ativos (tudo o que a empresa possui) deduzidos dos passivos (tudo o que a empresa deve a terceiros) e configura um termômetro da saúde de longo prazo de uma empresa. Um PL negativo indica que as obrigações da empresa superam todos os ativos que possui, caracterizando uma situação de insuficiência patrimonial.

No caso de empresas estatais dependentes, a análise do PL possui sentido diferente daquele de uma empresa privada, tendo em vista que essas estatais recebem subvenções do Tesouro Nacional para seu funcionamento e não visam ao lucro. De todo modo, a análise desse indicador se justifica pela perspectiva de três elementos.

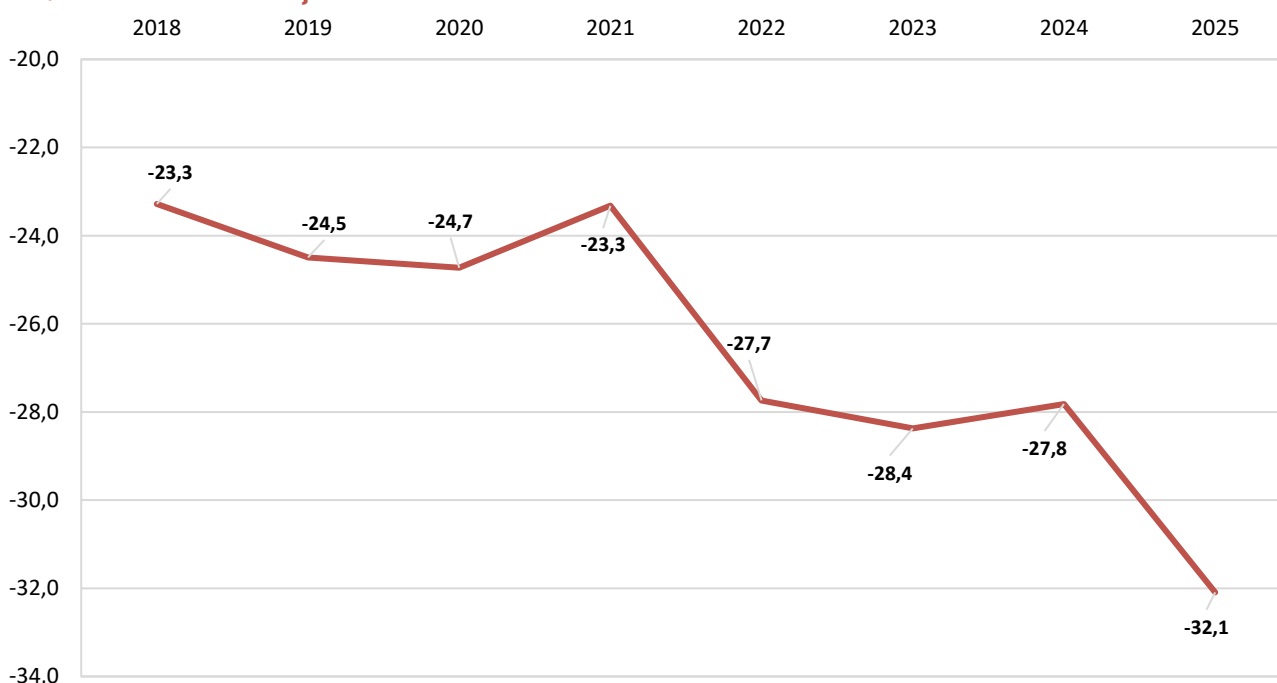
O primeiro tem relação com o monitoramento do risco de insolvência e do passivo a descoberto. Mesmo mantidas pelo governo, as estatais dependentes têm personalidade jurídica própria de direito privado, o que significa que podem ser alvo de ações judiciais, contrair obrigações e acumular prejuízos contábeis. O registro de um PL negativo em uma estatal dependente indica a existência de um passivo a descoberto. Significa que a empresa está acumulando dívidas com fornecedores, provisões trabalhistas ou passivos contingentes judiciais em um ritmo superior à capacidade de aportes do Tesouro. Assim, no futuro, o governo poderá ter que fazer aportes adicionais para limpar o balanço das empresas nessa situação e evitar que parem de funcionar ou sofram execuções judiciais que paralise suas contas.

O segundo elemento a justificar a análise do PL como indicador de saúde financeira de uma empresa estatal se relaciona com a eficiência dos custos operacionais. O cruzamento das informações de PL e de prejuízo operacional fornece uma ideia de ritmo de destruição de patrimônio. Caso uma estatal precise de aportes constantes de capital do Tesouro para cobrir prejuízos operacionais antigos, o PL funciona como um indicador de ineficiência de gestão.

Por fim, o terceiro elemento relevante para justificar a análise do PL de uma estatal dependente relaciona-se ao fato de o indicador poder representar um parâmetro importante para eventuais decisões de extinção, fusão ou mesmo privatização da empresa.

Outra variável importante para ser analisada é o fluxo de caixa operacional (FCO)³¹. O Gráfico 6 apresenta informações sobre o FCO das empresas estatais dependentes no período de 2018 a 2025. Os valores estão deflacionados pelo IPCA a preços de maio de 2026. Valores negativos no gráfico indicam FCO negativo nos respectivos anos.

GRÁFICO 6. FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL DAS EMPRESAS ESTATAIS DEPENDENTES - R\$ BILHÕES A PREÇOS DE MAIO DE 2026



Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI

Os dados mostram uma deterioração do FCO das 17 empresas estatais dependentes a partir de 2018. No setor privado, valores negativos para o fluxo de caixa operacional de uma empresa podem sinalizar uma situação de falência. No setor público, os valores negativos para essa variável revelam uma condição de estrangulamento orçamentário-financeiro das empresas ou a existência de erros de coordenação entre o Tesouro Nacional e as estatais dependentes.

Como o propósito de uma estatal dependente não é gerar caixa, mas executar um serviço garantido pelo Estado, o FCO negativo deve ser interpretado segundo quatro elementos principais. O primeiro se relaciona ao descompasso de repasses, o que caracteriza um

³¹ Optou-se por utilizar a medida do fluxo de caixa operacional em vez do resultado operacional em razão de esta variável contemplar a depreciação e outros fatores não relacionados ao fluxo de caixa da empresa. Para efeito de análise de impacto sobre resultado primário, faz mais sentido analisar o fluxo de caixa operacional das empresas. O fluxo de caixa operacional é construído segundo o regime contábil de caixa e considera, por exemplo, eventuais atrasos no pagamento de fornecedores, evento que não é capturado pelo resultado operacional.

problema de liquidez, não de solvência. A principal causa de um FCO negativo em uma estatal dependente pode ser o descasamento temporal entre as saídas de dinheiro (como a folha de pagamento e o pagamento a fornecedores) e a entrada de cotas financeiras liberadas pelo Tesouro Nacional.

Assim, se a Lei Orçamentária Anual (LOA) previu um montante de recursos para a estatal, mas o Tesouro atrasou a liberação física do dinheiro devido a contenções orçamentárias para o cumprimento de metas fiscais, por exemplo, a empresa terá um FCO negativo. Isso significa que a estatal deveria receber os recursos, mas enfrenta uma situação de falta de liquidez no caixa.

O segundo elemento associado a um FCO negativo pode ser atribuído a ineficiência interna ou reajustes de pagamentos acima do orçamento. Caso as transferências previstas na LOA estejam em dia e, ainda assim, a empresa enfrenta um FCO negativo de forma persistente, o indicador pode estar sinalizando um descontrole de custos. Ou seja, as despesas da estatal (contratos com fornecedores e/ou despesa de pessoal, por exemplo) podem estar crescendo em ritmo superior ao da subvenção recebida pelo Tesouro, sinalizando que a operação da empresa se tornou mais cara do que o limite autorizado pelo Estado. Esse déficit financeiro, por sua vez, exigirá uma suplementação orçamentária.

Terceiro elemento associado a valores de FCO negativos em uma estatal dependente diz respeito à insuficiência de recolhimento de receitas próprias. Embora dependentes do Tesouro, algumas dessas estatais tem no planejamento a arrecadação de recursos próprios no mercado para complementar a subvenção do Tesouro. Assim, o FCO negativo pode indicar que as receitas comerciais ou os serviços cobrados frustraram as expectativas, tornando a subvenção recebida pelo Tesouro insuficiente para o pagamento das despesas correntes.

Por fim, um quarto elemento relacionado a um FCO negativo diz respeito ao acúmulo de restos a pagar de exercícios anteriores. Geralmente, as estatais dependentes enfrentam restrições legais para tomar empréstimos bancários de capital de giro. Assim, atrasar o pagamento a fornecedores torna-se uma maneira de se financiar. Em outras palavras, um FCO negativo pode indicar que a empresa tem mantido sua operação endividando-se junto a terceiros, deixando de pagar faturas emitidas por fornecedores, o que gera restos a pagar para exercícios subsequentes.

A Tabela 5 apresenta informações sobre o FCO de cada uma das 17 estatais dependentes no período de 2018 a 2025. Essa informação é relevante para deixar claro quais empresas estão em pior situação do ponto de vista da análise do fluxo de caixa.

Em linhas gerais, as informações contidas na Tabela 5 indicam ter havido piora do FCO nas empresas estatais dependentes nos últimos oito anos. De acordo com a Sest/MGI, os valores mais negativos, em 2025, ocorreram na EBSERH (R\$ 13,5 bilhões), Embrapa (R\$ 4,4 bilhões), Hospital Nossa Senhora da Conceição (R\$ 2,6 bilhões), Codevasf (R\$ 2,6 bilhões),

Hospital das Clínicas de Porto Alegre (R\$ 1,7 bilhão), Companhia Brasileira de Trens Urbanos (R\$ 1,3 bilhão) e Conab (R\$ 1,3 bilhão).

O FCO negativo das estatais dependentes revela a real dependência dessas empresas do Tesouro Nacional. Algumas dessas estatais registram, na contabilidade, a subvenção recebida do Tesouro como uma receita operacional, o que pode mascarar a real situação de suas contas. O FCO evidencia o tamanho do superávit (déficit) que essas empresas estão gerando.

TABELA 5. FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL* DAS EMPRESAS ESTATAIS DEPENDENTES (2018-2025) – R\$ MILHÕES

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBSERH	-4.329,1	-5.414,3	-7.032,8	-7.889,5	-9.032,3	-10.184,6	-10.304,2	-13.459,7
Embrapa	-3.471,4	-3.740,0	-3.428,1	-3.438,3	-3.537,0	-3.899,9	-4.049,8	-4.443,9
Conceição	-1.457,3	-1.519,5	-1.488,4	-1.591,9	-1.728,0	-1.833,0	-2.047,4	-2.639,4
Codevasf	-475,9	-779,9	-595,7	-327,3	-3.146,7	-2.585,2	-2.316,1	-2.604,9
HCPA	-1.059,6	-1.310,8	-1.235,5	-1.327,4	-1.423,0	-1.575,1	-1.712,0	-1.703,4
CBTU	-933,2	-1.085,7	-1.032,6	-1.296,1	-1.663,6	-1.061,4	-1.240,9	-1.284,4
Conab	-845,1	-1.005,2	-1.005,7	-994,7	-1.000,4	-1.292,4	-1.251,7	-1.275,8
CPRM	-528,9	-495,7	-491,2	-486,2	-542,7	-662,9	-664,0	-688,3
EBC	-1.081,7	-468,5	-465,5	-455,1	-451,9	-562,9	-598,7	-653,5
Amazul	-312,5	-356,8	-356,7	-314,6	-260,3	-336,9	-434,2	-524,5
Infra S.A.	-249,1	-206,9	-145,6	151,1	147,7	-179,3	-206,1	-396,1
Nuclep	-315,4	-264,2	-208,1	-240,8	-280,9	-327,7	-366,9	-391,2
Telebras	-	-	-89,7	-98,5	-155,0	-123,8	-36,8	-354,8
Trensurb	-222,1	-161,3	-172,1	-178,2	-196,9	-193,5	-262,9	-303,3
EPE	-105,0	-105,6	-100,8	-95,7	-109,6	-116,2	-140,7	-172,9
Imbel	-81,5	-76,9	-104,8	-99,0	-123,7	-168,0	-135,6	-139,1
Ceitec	-74,5	-65,0	-44,2	-	-	-51,4	-85,0	-63,0

* O fluxo de caixa operacional aqui apresentado segue a classificação da Sest/MGI, que trata a Subvenção para Custeio recebida do Tesouro Nacional como atividade de financiamento, e não como atividade operacional. Por isso, o valor de FCO reportado nesta tabela pode divergir do fluxo de caixa operacional divulgado nas demonstrações financeiras auditadas de cada empresa, que seguem a Lei das S.A. e mantém o efeito da subvenção dentro do resultado líquido do exercício. Somando o FCO desta tabela à subvenção recebida no mesmo ano (Tabela 6), reconstitui-se o fluxo de caixa operacional tal como reportado no balanço das empresas. Em alguns anos, para algumas empresas, pode haver uma divergência de valores em função de reapresentação de contas sem contrapartida nos dados da Sest, como observado pela IFI na Embrapa, por amostragem.

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

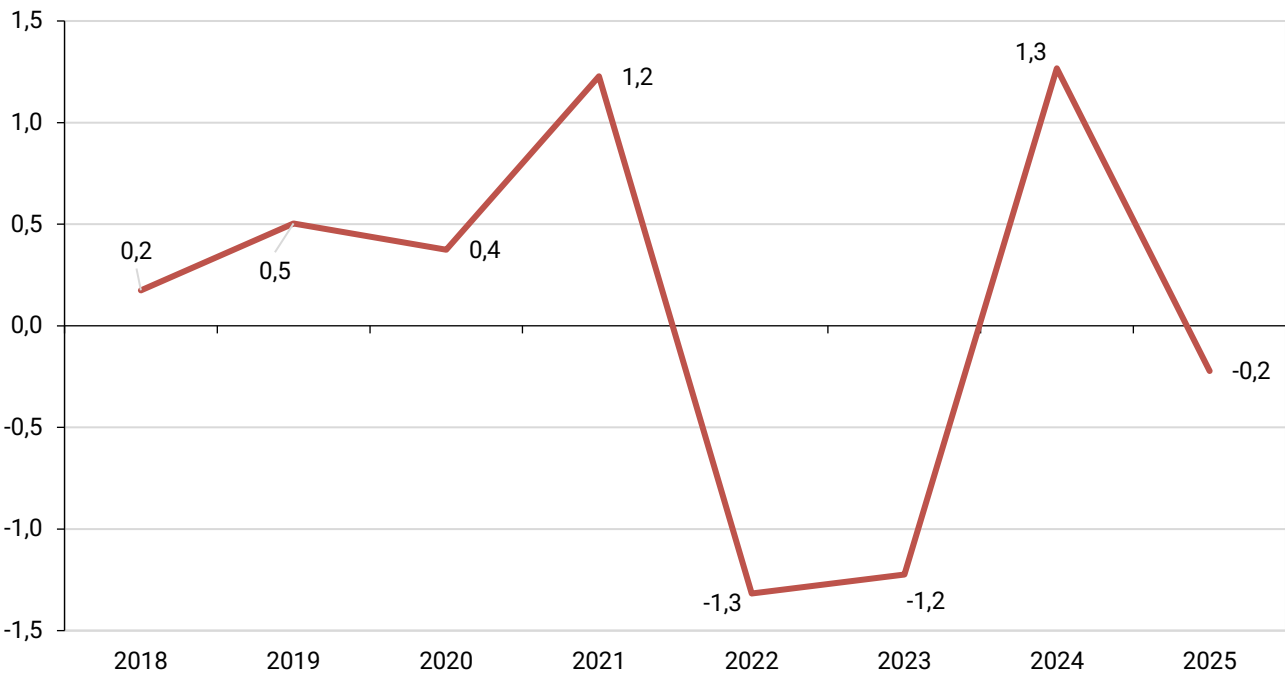
Para as estatais dependentes, o FCO constitui também um importante indicador de autossuficiência das empresas. Muitas dessas estatais vendem serviços, cobram tarifas, comercializam mercadorias ou cobram por outros serviços que entregam. O fato de algumas terem registrado deterioração do FCO nos últimos anos indica, como mencionado acima, (i) possível crescimento em despesas de pessoal e/ou de outras despesas de custeio; (ii) descompasso de repasses recebidos do Tesouro; (iii) frustração no recolhimento de receitas próprias; e/ou (iv) necessidade de pagamentos de restos a pagar de exercícios anteriores.

Para saber ao certo o que explica o FCO negativo de cada uma das empresas, seria necessário verificar a demonstração de resultados de cada uma, tarefa além do escopo desta análise.

Para o Estado, é fundamental monitorar a evolução do FCO de uma estatal dependente, visto que o orçamento dessas empresas integra o OFSS. Isso significa que cada real de prejuízo acumulado concorre diretamente com recursos que poderiam ser aplicados em outras áreas do orçamento, como saúde, educação e segurança pública.

Outra medida importante de ser analisada é a soma do FCO de uma empresa estatal dependente com a subvenção recebida do Tesouro Nacional em um exercício financeiro, que pode ser considerada um indicador de suficiência de caixa da empresa. O Gráfico 7 apresenta a evolução desse indicador, calculado pela IFI para o conjunto das 17 estatais dependentes da União desde 2018.

GRÁFICO 7. INDICADOR DE SUFICIÊNCIA DE CAIXA DAS EMPRESAS ESTATAIS DEPENDENTES (2018-2025) - R\$ BILHÕES



Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI

Os números apresentados no Gráfico 7 mostram que, desde 2018, em três anos o indicador de suficiência de caixa agregado das 17 empresas estatais dependentes assumiu valores negativos: 2022, 2023 e 2025. O resultado agregado nesses três anos foi influenciado pelo fluxo de caixa da Codevasf, como será analisado a seguir. A situação em que os valores do indicador de suficiência de caixa das empresas são negativos indica que as subvenções recebidas pelas empresas foram insuficientes para satisfazer as necessidades de caixa em um determinado ano.

A Tabela 6 apresenta a suficiência de caixa operacional para cada uma das 17 estatais dependentes da União. A partir das informações incluídas na tabela, chama a atenção o

indicador de quatro empresas, caracterizando uma situação de insuficiência operacional em 2025: Codevasf (R\$ 910,3 milhões), Infra S.A. (R\$ 121,2 milhões), EBC (R\$ 44,0 milhões) e Amazul (R\$ 11,9 milhões).

Ainda de acordo com a Tabela 6, a Codevasf apresenta insuficiência de caixa operacional desde 2022. Naquele ano, o valor calculado pela IFI foi de R\$ 2,2 bilhões, tendo passado para R\$ 1,3 bilhão, em 2023, R\$ 289,3 milhões, em 2024, e R\$ 910,3 milhões em 2025. A empresa influenciou o resultado agregado para as 17 estatais dependentes, como evidenciado no Gráfico 7.

TABELA 6. INDICADOR DE SUFICIÊNCIA DE CAIXA OPERACIONAL* DAS EMPRESAS ESTATAIS DEPENDENTES (2018-2025) – R\$ MILHÕES

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBSERH	211,4	393,7	288,8	286,3	324,3	-191,2	1.077,4	218,3
Embrapa	74,0	10,5	17,6	6,8	25,9	15,0	78,1	57,5
Conceição	-23,4	1,1	-1,3	2,2	13,0	-2,5	51,6	10,7
HCPA	73,2	4,4	24,7	30,1	2,2	32,6	85,8	274,8
Codevasf	146,7	-63,2	126,9	501,8	-2.164,7	-1.344,1	-289,3	-910,3
Conab	54,4	37,3	-28,1	57,6	29,6	19,1	9,0	51,4
CBTU	32,4	35,3	19,1	-25,5	-34,6	11,6	-5,8	1,0
CPRM	9,6	7,5	-12,4	1,4	15,3	-21,4	5,8	10,1
EBC	-603,4	-110,6	-69,2	-53,0	-82,1	-30,7	-24,0	-44,0
Amazul	14,4	10,6	-20,8	7,0	123,5	99,2	15,5	-11,9
Nuclep	40,9	19,5	15,4	34,8	51,8	25,9	48,6	59,3
Telebras	-	-	95,9	118,1	86,5	116,4	121,6	52,1
Trensurb	64,3	106,8	-64,7	-36,5	-15,4	6,4	27,3	20,7
Infra S.A.	7,4	4,2	-10,2	284,8	302,5	22,8	42,2	-121,2
Imbel	70,7	43,5	-19,4	11,6	4,1	22,1	12,0	100,4
EPE	6,9	1,3	-0,9	0,4	0,8	6,3	14,5	3,6
Ceitec	-4,7	1,9	13,5	-	-	-11,3	-3,3	5,7

* Os valores dessa tabela representam FCO das empresas, em seus próprios demonstrativos, como observado por amostragem na Embrapa e Codevasf. A explicação está descrita nas notas da Tabela 5.

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

A situação em que a subvenção paga pelo Tesouro a uma empresa estatal dependente é insuficiente para cobrir suas necessidades de caixa resulta em impactos contábeis, fiscais e operacionais graves. Primeiro, pela geração de restos a pagar ou inadimplência. Ou seja, caso a subvenção recebida pelo Tesouro seja insuficiente para cobrir todas as despesas em um determinado exercício, a empresa pode deixar de pagar fornecedores e prestadores de serviço, atrasar o recolhimento de encargos sociais ou tributos e/ou acumular despesas de exercícios anteriores.

Fluxos de caixa negativos tendem a se traduzir em prejuízos, que, acumulados, afetam o balanço patrimonial da empresa, reduzindo o patrimônio líquido. Caso essa situação se repita por alguns anos, o PL da estatal dependente encolherá progressivamente até virar negativo (passivo a descoberto), configurando uma situação em que a empresa deve a terceiros mais do que todo o seu patrimônio físico e financeiro somado.

A ausência da possibilidade de falência de uma estatal dependente, tendo em vista que a empresa executa um serviço ou uma política pública, implica que a gestão precisa recorrer ao ministério supervisor ou ao Tesouro Nacional para a realização de uma suplementação orçamentária (subvenção extra) ou um aporte de capital. Em qualquer dessas situações, ocorre uma pressão sobre o OFSS e a materialização de um risco fiscal.

Como discutido na subseção anterior (riscos fiscais), no Anexo de Riscos Fiscais do PLDO 2027, o Poder Executivo mencionou nominalmente apenas a Empresa de Pesquisa Energética (EPE) e a Infra S.A. em razão do risco possível de impacto de demandas judiciais contra essas empresas.

A Codevasf, por exemplo, não foi citada, naqueles documentos, como um dos principais vetores de risco no grupo das empresas estatais dependentes. A empresa havia sido mencionada no Anexo de Riscos Fiscais da LDO 2026. Naquele documento, entre os riscos possíveis da empresa, havia demandas judiciais estimadas em R\$ 1,1 bilhão (principalmente de natureza cível), em 2023, que caíram para R\$ 277,2 milhões em 2024. Entre os riscos prováveis da Codevasf, a LDO 2026 mencionou R\$ 141,9 milhões, em 2023, e R\$ 74,4 milhões em 2024.

Informações e indicadores selecionados das estatais não dependentes

Nesta seção, analisam-se alguns indicadores financeiros de empresas estatais não dependentes. O FCO, por exemplo, assume importância diferente daquela associada às estatais dependentes. A lógica do FCO deixa de ser a do custo da política pública e passa a ser o da eficiência corporativa, governança e sustentabilidade de mercado.

Como mencionado anteriormente, uma das relações financeiras entre as estatais não dependentes e o Tesouro se dá por aportes de capital ou recebimento de dividendos. A Tabela 7 apresenta informações sobre os aportes feitos pela União nessas empresas entre 2018 e 2025.

TABELA 7. APORTES DA UNIÃO NAS EMPRESAS ESTATAIS NÃO DEPENDENTES (2018-2025) – R\$ MILHÕES

Empresa	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Autoridade Portuária de Santos (APS)	-	-	0,6	-	-	-	-	-
Companhia Docas do Ceará (CDC)	8,5	-	-	4,2	-6,3	-	-	-
Companhia Docas do Pará (CDP)	-	0,3	0,6	2,2	-	-	10,0	-
Ceagesp	-	-	-	-	-	-	-	2,2
Companhia das Docas do Estado da Bahia (Codeba)	-65,4	-	2,9	8,9	-	-	-	-
Companhia Docas do Rio Grande do Norte (Codern)	-	-	9,3	59,9	-	-	6,8	80,7
Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (ECT)	224,0	-	-	-	-	-	-	-
Emgepron	2.645,8	7.604,2	-	-	-	-	-	-
ENBPar	-	-	-	-	6.323,5	-	-	-
Hemobrás	780,6	-	-	-	-	393,0	-	150,0
Infraero	1.107,3	1.477,2	10,0	-	-	-	-	122,3
PPSA	6,0	3,6	2,4	-	-	-	-	-

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

Os números da Tabela 7 evidenciam uma maior concentração dos aportes em algumas empresas nos últimos oito anos: Emgepron (R\$ 2,6 bilhões, em 2018, e R\$ 7,6 bilhões em 2019), ENBPar (R\$ 6,3 bilhões em 2022) e Infraero (R\$ 1,1 bilhão, em 2018, e R\$ 1,5 bilhão em 2019). A ECT recebeu um empréstimo com garantia da União no valor de R\$ 12,0 bilhões, em 2025, dos quais R\$ 7,5 bilhões ingressaram no caixa da empresa ainda no ano passado. Embora esse empréstimo não seja considerado um aporte, foi viabilizado com garantia da União. Essas informações apresentadas são importantes, entre outros motivos, para avaliar a eventual necessidade de providências caso os aportes nas estatais se tornem sistemáticos, o que não foi o caso, assim como entender fluxos de receitas financeiras para algumas estatais nos exercícios subsequentes.

Visto que as estatais não dependentes competem com as empresas privadas no mercado e não recebem subvenção do Tesouro para o custeio de suas despesas, o FCO representa um indicador de capacidade de geração de caixa e de avaliação da saúde financeira dessas estatais com a finalidade, por exemplo, de executar planos de investimentos, estimar o fluxo de dividendos pagos à União, identificar o impacto de políticas de subsídio e de preços, analisar o nível de alavancagem da empresa, entre outros.

A Tabela 8 apresenta informações sobre o FCO para 19 empresas estatais não dependentes da União. Estão excluídas da tabela a Petrobras, Nav Brasil Serviços de Navegação Aérea e as empresas do setor financeiro (Banco do Brasil, Caixa, BNDES, Banco da Amazônia, Banco do Nordeste do Brasil e Finep). A escolha se deu pela natureza das empresas. A Petrobras e as empresas do setor financeiro não compõem o resultado primário, embora a ENBPar também seja retirada da apuração do primário.

De acordo com a tabela, a Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (ECT) apresentou um FCO negativo de R\$ 692,0 milhões no ano passado, após ter registrado valor negativo

de R\$ 2,4 bilhões em 2024. A Infraero registrou FCO negativo de R\$ 375,4 milhões em 2025, piora de R\$ 207,9 milhões ante 2024.

TABELA 8. FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL DAS EMPRESAS ESTATAIS NÃO DEPENDENTES (2018-2025) – R\$ MILHÕES

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (ECT)	415,1	104,9	763,1	3.938,4	1.678,2	682,9	-2.352,0	-692,0
Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária (Infraero)	-46,1	213,6	-792,6	535,4	714,2	1.548,7	-167,5	-375,4
Companhia de Entrepósitos e Armazéns Gerais de São Paulo (Ceagesp)	-7,0	10,9	10,5	18,3	10,6	52,1	91,7	-42,9
Centrais de Abastecimento de Minas Gerais (Ceasaminas)**	9,0	5,3	14,2	43,5	31,9	18,1	9,5	-
Companhia Docas do Rio de Janeiro (CDRJ)**	-17,5	-33,8	43,9	220,3	-33,0	145,2	168,5	-
Companhia Docas do Ceará (CDC)	-5,3	45,5	9,8	2,2	-44,5	11,1	9,0	7,9
Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S.A. - Pré-sal Petróleo S.A. (PPSA)	35,8	45,4	80,8	-6,8	23,2	47,1	32,3	31,1
Companhia das Docas do Estado da Bahia (Codeba)	11,1	24,1	15,7	30,6	53,9	104,0	69,5	34,8
Companhia Docas do Rio Grande do Norte (Codern)	14,0	0,1	4,2	8,3	30,1	54,5	16,7	37,3
Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias S.A. (ABGF)	-2,2	4,2	6,9	15,0	26,9	25,7	27,2	43,1
Empresa Brasileira de Hemoderivados e Biotecnologia (Hemobras)	-413,1	159,2	149,4	142,0	134,8	212,2	-166,6	68,5
Casa da Moeda do Brasil (CMB)	230,7	59,8	107,5	634,4	39,4	76,0	8,1	232,8
Companhia Docas do Pará (CDP)	3,8	20,9	74,1	77,5	97,4	126,9	109,5	317,6
Empresa Gerencial de Projetos Navais (Emgepron)	25,5	108,6	-135,5	169,6	605,7	660,1	332,1	412,4
Empresa de Tecnologia e Informações da Previdência Social (Dataprev)	187,7	280,0	521,7	502,5	632,5	755,7	474,8	633,8
Autoridade Portuária de Santos (APS)	-	-	292,8	447,4	867,7	-	1.295,0	796,5
Serviço Federal de Processamento de Dados (Serpro)	390,8	697,7	911,9	572,4	755,1	903,9	354,5	1.272,6
Empresa Gestora de Ativos (Emgea)	137,0	459,8	145,2	150,3	156,6	322,7	3.256,9	1.319,4
Empresa Brasileira de Participações em Energia Nuclear e Binacional S.A. (ENBPAR)*	-	-	-	-	289,5	4.314,5	1.752,0	1546,3

* Considera a Eletronuclear S.A., as Indústrias Nucleares do Brasil S.A. (INB) e a ENBPar.

** Sem valores acumulados para o 4º trimestre de 2025 nos dados da Sest.

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

Por limitação de espaço neste texto, serão analisados alguns indicadores para um conjunto restrito de estatais não dependentes. O critério para seleção das empresas baseou-se em resultados apresentados pelo Tribunal de Contas da União (TCU) no Acórdão 1196/2026³², que trata do acompanhamento da execução do Orçamento de Investimentos (OI) e do PDG das empresas estatais federais em 2025.

Um dos indicadores relevantes a ser analisados é a margem operacional, calculada como o lucro operacional³³ dividido pela receita líquida³⁴ da empresa. Esse indicador permite

³² Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/%2FNUMACORDAO%253A1196%2520ANOACORDAO%253A2026%2FDTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc%252C%2520COPIACOLEGIADO%2520desc%2F.

³³ O lucro operacional representa o lucro antes do resultado financeiro e dos impostos.

³⁴ A receita líquida é o valor que efetivamente entra no caixa ou no direito de receber de uma empresa após a venda de seus produtos, mercadorias ou prestação de serviços, deduzidos todos os encargos diretos que

avaliar se a operação, por si só, é eficiente e economicamente viável no mercado por alguns motivos.

O primeiro motivo diz respeito à aferição do desempenho operacional da empresa, livre dos efeitos do câmbio e de dívidas. Para empresas como a Petrobras, por exemplo, o câmbio pode produzir grandes alterações no resultado financeiro, gerando lucros ou prejuízos contábeis que distorcem a margem líquida. A margem operacional ignora o peso de juros da dívida e de variações cambiais no resultado. Assim, pode acontecer de a margem líquida de uma estatal despencar em razão de uma depreciação brusca do real, mas a margem operacional permanecer elevada e estável, indicando que a operação permanece em boa situação, não refletindo uma piora na gestão do negócio.

A segunda razão para utilização da margem operacional de uma empresa diz respeito ao rastreio de eventual impacto direto de interferências do controlador na gestão, por meio de, por exemplo, políticas de preços e subsídios. Caso o controlador (a União) tente intervir nos preços dos combustíveis (Petrobras), nas tarifas de energia (antiga Eletrobras) ou nos juros finais de linhas de crédito cobrados pelas instituições financeiras oficiais (Banco do Brasil, Caixa), haverá impacto na receita da atividade-fim da empresa. Dessa forma, a margem operacional será afetada.

Terceiro motivo que justifica a análise da margem operacional de uma empresa estatal não dependente é a possibilidade de avaliação da eficiência na gestão de pessoal e estrutura. Como o indicador considera as despesas com pessoal, vendas e administração, é possível comparar a margem operacional de uma estatal não dependente com a de outras empresas concorrentes no mercado.

O quarto e último motivo se relaciona com a capacidade de geração futura de caixa da empresa, assim como o FCO. Existe uma alta correlação entre a margem operacional e o FCO. Em geral, uma empresa só consegue ter um fluxo de caixa robusto se a sua operação gerar valor. Assim, a margem operacional reflete a capacidade de a empresa pagar as dívidas financeiras e investir no próprio crescimento. Com uma margem operacional apertada ou mesmo negativa, a estatal tem pouca capacidade de financiar seus planos de investimento ou mesmo de manter sua operação, aumentando a chance de queima de patrimônio líquido ou de aportes do Tesouro Nacional.

A Tabela 9 apresenta a relação de estatais não dependentes que registraram margem operacional negativa em 2025, assim como os valores para esse indicador nos últimos oito anos.

incidem sobre essa venda. Com essa receita a empresa calculará suas margens de lucro e pagará as despesas operacionais.

TABELA 9. MARGEM OPERACIONAL DE EMPRESAS ESTATAIS NÃO DEPENDENTES QUE REGISTRARAM VALOR NEGATIVO DO INDICADOR EM 2025 (%) – 2018-2025

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ECT	0,2	1,0	6,6	12,9	-3,4	-4,0	-12,7	-42,9
Emgepron	-3,3	-2,9	-44,5	-4,8	-10,8	-25,7	-50,5	-24,8
Infraero	-28,6	-9,3	-146,8	-16,6	-9,3	13,9	-123,3	-10,5
CMB	-10,4	-16,7	-24,2	1,0	-6,8	7,0	-4,3	-5,8
Ceagesp	-1,0	-9,2	10,3	23,6	4,7	6,8	4,6	-4,6
CDC	-28,3	-49,2	2,9	0,2	119,0	30,5	15,8	-0,8

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

No ano passado, a ECT registrou margem operacional negativa de 42,9%, piorando a tendência iniciada em 2022. A Emgepron, que registrou margem negativa de 24,8%, melhorou em relação a 2024, mas manteve a tendência negativa do indicador dos últimos anos. A Infraero também registrou valor negativo (10,5%) para a margem operacional no ano passado, embora tenha melhorado em relação ao registrado em 2024.

Terceiro indicador relevante para ser analisado é a razão entre a receita financeira e a receita líquida das estatais não dependentes, que mede a exposição do resultado às receitas financeiras, isto é, que não dizem respeito à sua atividade-fim. Quanto maior o valor desse indicador, mais exposta estará a empresa ao resultado financeiro em detrimento de sua atividade operacional, o que pode acender um sinal de alerta para a União. Idealmente, espera-se que os valores desse indicador sejam relativamente baixos e estáveis, reforçando a eficiência operacional das empresas.

A avaliação desse indicador é igualmente importante para se identificar eventuais acúmulos de caixa e retenção de dividendos pelas estatais não dependentes, cuja distribuição poderia ajudar a melhorar o resultado primário do governo central.

A Tabela 10 apresenta uma relação de estatais não dependentes cuja razão entre as receitas financeiras e a receita líquida ficou acima de 30% em 2025, o que significa que mais de um terço da receita líquida da empresa teve influência da receita financeira. A tabela mostra valores do indicador para essas empresas desde 2018.

TABELA 10. RAZÃO ENTRE AS RECEITAS FINANCEIRAS E A RECEITA LÍQUIDA DE EMPRESAS ESTATAIS NÃO DEPENDENTES, QUE REGISTRARAM VALOR PARA O INDICADOR ACIMA DE 30% EM 2025 (%) – 2018-2025

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Emgepron	45,5	140,9	346,0	169,4	618,7	651,9	460,4	368,9
ABGF	76,3	78,4	52,0	71,8	199,9	225,4	147,1	140,1
Infraero	5,1	5,3	9,4	7,3	17,4	32,3	73,5	77,8
Codern	6,9	6,7	4,4	14,3	12,6	10,9	11,3	77,0
Emgea	7,8	12,6	13,3	-3,7	-14,3	12,2	16,1	47,1

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

Todas as empresas constantes da Tabela 10 registraram valores elevados para a razão entre as receitas financeiras e a receita líquida em 2025, o que emite um sinal de alerta para a União em razão da dependência excessiva dessas estatais do resultado financeiro. Isso pode indicar falta de projetos viáveis de investimento, preferência por ganho financeiro em detrimento da atividade-fim ou mesmo problemas de eficiência operacional.

As receitas financeiras elevadas podem ter relação com aportes feitos pela União no passado. Na Tabela 7, ficaram evidenciados montantes expressivos recebidos pela Emgepron e Infraero desde 2018. Na eventual ausência de projetos para aplicação ou de projetos com longos períodos de aplicação desses recursos, a tendência é que os aportes impulsionem receitas financeiras em exercícios subsequentes.

O quarto indicador das estatais não dependentes a ser aqui analisado consiste na razão entre o fluxo de caixa operacional (FCO) e o lucro líquido. Trata-se de uma medida de qualidade do lucro e de sustentabilidade financeira das empresas no tempo, indicando a parcela do lucro contábil convertida em caixa efetivo. Ou seja, o indicador afere quanto de cada real de lucro contábil efetivamente se converte em caixa gerado pela operação da empresa.

Se o valor da razão é próximo a 1 (ou ligeiramente acima), a qualidade do lucro da estatal é boa. Isto é, o resultado contábil da empresa está bem ancorado em geração de caixa real. Empresas maduras e operacionalmente eficientes tendem a apresentar esse padrão.

Se a razão é significativamente acima de 1, o fluxo de caixa operacional supera o lucro líquido. Geralmente, isso ocorre porque o lucro líquido é reduzido por despesas não relevantes para o caixa, principalmente depreciações e amortizações de ativos de vida útil longa. Em empresas com ativos intensivos em capital, como, por exemplo, a Petrobras, esse padrão é estrutural e saudável. Ou seja, o lucro é considerado conservador contabilmente, mas a geração de caixa é robusta.

Se a razão for significativamente abaixo de 1, o lucro líquido supera o FCO, caracterizando um cenário preocupante, visto que parte do lucro contábil não se converte em caixa. Isso ocorre seja porque há crescimento expressivo de recebíveis, estoques ou outras contas do capital de giro, seja porque o resultado foi inflado por receitas não geradas pelo caixa como, por exemplo, reavaliação de ativos, reversão de provisões, ganhos cambiais sobre ativos, entre outros. Em alguns casos extremos, uma empresa pode reportar lucro líquido positivo e, ao mesmo tempo, consumir caixa operacional.

Se a razão entre o FCO e o lucro líquido da empresa é negativa, significa que, ou o FCO é negativo com lucro positivo, ou vice-versa. O primeiro caso – lucro com queima de caixa operacional – configura uma situação de alerta em relação à sustentabilidade do resultado da empresa. O segundo caso – prejuízo com geração positiva de caixa – é menos comum, mas pode ocorrer quando há depreciações aceleradas ou provisões elevadas que não representam saída de caixa imediata.

Para as estatais não dependentes, esse indicador tem três dimensões analíticas: (i) capacidade de autofinanciamento do investimento; (ii) qualidade dos dividendos pagos ao Tesouro; e (iii) identificação de manipulação contábil ou de resultado.

Para a primeira dimensão, espera-se que as estatais não dependentes financiem seus respectivos planos de investimentos, predominantemente, com caixa gerado internamente. Um FCO robusto em relação ao lucro líquido indica elevada capacidade de a empresa sustentar um programa de investimentos sem recorrer a endividamento excessivo ou aportes do Tesouro. Um FCO fraco em relação ao lucro sinaliza o contrário – o resultado contábil pode ser enganoso em relação à real capacidade de investimento da empresa.

A segunda dimensão é importante para que se avalie se os dividendos recolhidos por uma estatal se baseiam em valores robustos de FCO. Se uma estatal pagar dividendos elevados, mas seu FCO for baixo em relação ao lucro, essa distribuição ocorre a partir de um lucro que não se materializou em caixa – o que pode implicar em endividamento para o recolhimento de dividendos, deterioração do capital de giro e/ou venda de ativos. Do ponto de vista fiscal, dividendos pagos com base em lucro de baixa qualidade de caixa representam um risco de sustentabilidade.

A terceira dimensão indica eventuais pressões políticas sobre a estatal para a divulgação de resultados positivos – seja para justificar dividendos ao Tesouro, seja para evitar questionamentos sobre a gestão. Divergências entre o FCO e o lucro podem sinalizar práticas contábeis que inflam o resultado sem geração real de caixa. Exemplos de práticas que elevam o lucro de uma empresa sem impacto proporcional no caixa são: reversão de provisões, reconhecimento antecipado de receitas e/ou postergação de despesas.

A Tabela 11 apresenta uma relação de estatais não dependentes que registraram valores inferiores a 1 para a razão entre FCO e lucro líquido em 2025. A partir das informações reportadas na tabela, percebe-se que algumas empresas têm apresentado valores abaixo de 1 para a referida razão por anos sucessivos, como a ECT, a Companhia Docas do Rio Grande do Norte (Codern) e a Hemobrás. Outras estatais passaram a registrar valores inferiores a 1 no último ano ou nos últimos dois anos, como a Ceagesp, Infraero e Dataprev.

TABELA 11. RAZÃO ENTRE O FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL E O LUCRO LÍQUIDO DE EMPRESAS ESTATAIS NÃO DEPENDENTES, QUE REGISTRARAM VALOR PARA O INDICADOR ABAIXO DE 1 EM 2025 – 2018-2025

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ceagesp	0,8	-1,0	-3,9	0,7	0,7	4,5	7,2	-24,1
Infraero	0,1	-1,4	0,4	-2,5	46,0	3,2	0,7	-1,2
CDRJ*	0,1	0,0	-3,1	-1,3	0,1	-0,3	0,7	-
Ceasaminas*	2,8	0,9	2,6	-2,5	3,0	-2,6	1,1	-
ECT	2,6	1,0	0,5	1,7	-2,2	-1,1	0,9	0,1
Codern	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-2,4	-0,4	0,4
Hemobrás	19,6	1,1	-23,6	0,6	0,7	0,7	-0,7	0,4
Dataprev	1,2	1,9	2,0	1,4	1,2	1,3	0,9	0,7

* Sem valores acumulados para o 4º trimestre de 2025 nos dados da Sest.

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

Esta subseção apresentou alguns indicadores financeiros das empresas estatais não dependentes. A IFI optou por fazer referências a poucos indicadores e às empresas que apresentaram resultados considerados preocupantes, do ponto de vista do controlador, no exercício de 2025.

A análise da situação de cada empresa demanda a avaliação de um conjunto de indicadores, o que se mostra difícil em razão das limitações de espaço neste texto. Antes de concluir, serão feitas algumas considerações para empresas selecionadas, a saber, ECT, Infraero, Emgepron e Codevasf, a partir dos informes financeiros divulgados por cada empresa.

Considerações sobre os indicadores e contas de algumas empresas

Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (ECT)

A partir das informações apresentadas pela ECT nas demonstrações contábeis entre 2022 e 2025, pode-se afirmar que, em linhas gerais, a deterioração dos números financeiros, a partir de 2022, é explicada por uma combinação de queda na receita, aumento de custos operacionais e reconhecimento de passivos atuariais e contingentes.

A Tabela 12 apresenta algumas informações da ECT no período. O prejuízo líquido da empresa deu saltos expressivos, passando de R\$ 808,8 milhões, em 2022, para R\$ 2,6 bilhões, em 2024, e R\$ 8,5 bilhões em 2025.

TABELA 12. DETALHAMENTO DE INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA ECT (2022-2025) – R\$ MILHÕES

Discriminação	2022	2023	2024	2025	Var. % 2023/20 22	Var. % 2024/20 23	Var. % 2025/20 24
1. Resultado líquido	-808,8	-633,5	-2.591,2	-8.457,8	-21,7%	309,0%	226,4%
2. Receita bruta de vendas de serviços	20,5	19,9	19,6	17,3	-2,9%	-1,7%	-11,4%
2.1 Encomenda	10,5	9,5	9,7	9,6	-9,7%	1,6%	-0,4%
2.2 Mensagem	4,9	4,6	4,5	4,8	-5,8%	-3,4%	6,8%
2.3 Postagem internacional	3,6	4,4	3,9	1,3	23,2%	-12,0%	-65,5%
2.4 Logística, marketing, malote, conveniência e outros	1,4	1,3	1,5	1,6	-8,8%	14,0%	5,1%
3. Custo dos produtos vendidos e dos serviços prestados	-14,5	-15,7	-15,9	-15,9	8,3%	1,7%	0,2%
3.1 Pessoal	-9,0	-10,0	-10,3	-11,4	11,1%	3,1%	10,0%
3.2 Demais	-5,8	-5,6	-5,6	-4,6	-3,7%	-1,0%	-18,2%
4. Despesas gerais e administrativas	-4,6	-3,6	-4,7	-6,3	-22,7%	32,2%	32,9%
4.1 Pessoal	-2,1	-2,4	-3,0	-3,2	15,4%	24,0%	7,1%
4.2 Precatórios e RPVs	-0,5	-0,6	-1,1	-2,5	29,8%	79,9%	118,9%
4.3 Postal Saúde - aporte	-0,2	0,0	0,0	0,0	-	-	-
4.4 Pós-emprego	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-17,2%	-54,4%	56,4%
4.5 Contingências	-1,3	0,0	0,0	-0,3	-	-	5359,4%
4.6 Variações patrimoniais e perdas	-0,1	-0,2	-0,4	-0,1	111,2%	101,4%	-82,4%
4.7 Demais	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-44,4%	-33,5%	41,0%

Fonte: Demonstrações contábeis e notas explicativas da ECT. Elaboração: IFI.

A partir de 2022, algumas fontes importantes de receita bruta da empresa sofreram a influência de eventos externos. As receitas de encomendas subiram muito no período da pandemia, tendo se acomodado a partir de 2023. As receitas de mensagem e de postagem internacional sofreram quedas importantes nos últimos quatro anos, especialmente as de postagem.

Alterações regulatórias nas compras de produtos importados provocaram uma retração significativa no volume de postagens internacionais, reduzindo as receitas desse setor, que também enfrenta concorrência crescente, de acordo com os informes da ECT.

O item 3 da Tabela 12 mostra valores relacionados à atividade operacional da ECT, como o serviço postal e logístico. O item 4, por sua vez, apresenta dados referentes a despesas gerais e administrativas, que abarcam, por exemplo, gastos com a força de trabalho alocada nas despesas corporativas, área administrativa e nas despesas comuns.

Ao mesmo tempo em que registrou queda em receitas, a ECT indicou algumas pressões de custos com pessoal e benefícios no período de 2022 a 2025. Acordos coletivos elevaram as despesas com pessoal, incluindo 9,8% em 2021/2022, 3,5%, em 2024, e 4,1% em 2025.

Além disso, segundo os informes da empresa, o reconhecimento de obrigações com o Postalís pressionou as despesas financeiras em razão do pagamento de juros e atualizações monetárias do déficit equacionado.

Outros elementos de pressão sobre as despesas da ECT nos últimos quatro anos foram: (i) provisionamento de novas obrigações de benefício pós-emprego após a identificação da existência de subsídio cruzado entre beneficiários ativos e aposentados no Plano Correios Saúde II, além da elevação de gastos com o plano de saúde; (ii) reajustes em valores de contratos de transporte aéreo e terrestre em função de aumentos nos preços dos combustíveis; (iii) aumento no saldo de provisões devido a novas ações judiciais e revisões de risco em processos trabalhistas e cíveis; e (iv) geração de elevadas despesas com juros e multa em razão de atraso em recolhimentos de tributos e contribuições, devido à falta de liquidez.

Vale também considerar o crescimento expressivo da despesa de precatórios e de requisições de pequeno valor (RPVs) da ECT nos últimos anos. De acordo com os informes da empresa, isso se deveu a fatores jurídicos e administrativos que resultaram na conversão de contingências antigas em obrigações de pagamento imediatas.

Entre os fatores mencionados nos documentos, estão: (i) liquidação de ações coletivas e de reintegração, especialmente disputas relacionadas a benefícios de planos de saúde, planos de carreira, adicionais salariais e reintegrações de empregados; (ii) trânsito em julgado e conversão de provisões de ações trabalhistas com resultado desfavorável; (iii) aprimoramento da gestão de dados judiciais por meio de levantamento de informações junto a tribunais competentes; (iv) atualização monetária contínua; e (v) acordo de cooperação técnica com o Tribunal Superior do Trabalho (TST).

Como mencionado na subseção de discussão dos riscos fiscais, o Poder Executivo menciona a situação da ECT como um risco relevante para a União nas diretrizes orçamentárias de 2027 em razão da eventual necessidade de aportes na empresa. Nos informes da ECT, consta a viabilização de um empréstimo com garantia da União no valor de R\$ 12,0 bilhões como um pilar central do plano de reestruturação para recomposição da liquidez e manutenção das operações.

A contratação dessa operação ocorreu em dezembro de 2025, com a previsão de ingresso de R\$ 10,0 bilhões no caixa da empresa ainda naquele mês, com outros R\$ 2,0 bilhões liberados em janeiro de 2026. Em razão de questões operacionais no fim do exercício, R\$ 2,5 bilhões que deveriam ter entrado em 2025 foram efetivados em 5 de janeiro de 2026. Assim, a ECT registrou, no fim de 2025, R\$ 4,5 bilhões como “operação de crédito a receber”.

Para a União, a viabilização e a manutenção desse empréstimo estão condicionadas a um aporte obrigatório, estabelecido em contrato, de, no mínimo, R\$ 6,0 bilhões, entre os exercícios de 2026 e 2027, para a execução do plano de reequilíbrio.

Além desse empréstimo com garantia da União, os documentos da ECT indicam tentativas de uma captação de R\$ 4,5 bilhões, junto ao Novo Banco de Desenvolvimento (NDB), também conhecido como Banco dos Brics.

Codevasf

Os dados levantados pela IFI evidenciam uma deterioração dos números financeiros da Codevasf nos últimos anos, manifestada em prejuízos líquidos recorrentes e no patrimônio líquido frequentemente negativo. De acordo com os documentos publicados pela empresa, a piora nos números não decorre de falhas de gestão comercial, mas sim da própria natureza de operação como empresa pública dependente, além de ajustes contábeis estruturais.

A Tabela 13 apresenta informações sobre receitas, despesas, subvenção e resultado líquido da Codevasf de 2021 para cá. De acordo com os informes da empresa, ajustes contábeis estruturais provocaram aumento expressivo do prejuízo, em 2022, e a reversão para lucro em 2024.

TABELA 13. RECEITAS, DESPESAS, SUBVENÇÃO E RESULTADO LÍQUIDO DA CODEVASF (2021-2025) – R\$ MILHÕES

Indicador	2021	2022	2023	2024	2025
Receita líquida	17,3	98,6	48,4	62,3	50,9
Despesas administrativas	-762,7	-842,0	-950,9	-956,8	-1.028,3
Subvenção de custeio	829,1	982,0	1.241,2	2.026,9	1.694,6
Lucro ou prejuízo líquido	-358,3	-1.312,9	-1.262,8	45,6	-649,4

Fonte: Codevasf. Elaboração: IFI.

O prejuízo de 2022 aconteceu pelas seguintes razões: (i) saneamento contábil de ativos após a identificação de R\$ 1,6 bilhão em despesas de custeio, que haviam sido indevidamente registradas como “obras em andamento”, em anos anteriores, devido a restrições orçamentárias, gerando um impacto expressivo no balanço e deixando a empresa com passivo a descoberto (PL negativo); (ii) ampliação do custo com desincorporação de ativos, de R\$ 4,7 milhões, em 2021, para R\$ 543,6 milhões, em 2022, em função de um esforço de baixa de contas com obras; e (iii) perdas de capital no montante de R\$ 634,5 milhões, em 2022, ante R\$ 255,8 milhões registrado no ano anterior.

O lucro líquido de R\$ 45,6 milhões registrado em 2024 foi excepcional e alcançado em função de: (i) desincorporação de passivo com a baixa de prestações de contas de Termos de Execução Descentralizada (TEDs) recebidos em anos anteriores; (ii) receita de R\$ 1,19 bilhão na rubrica “ganhos com desincorporação de passivo”, valor suficiente para reverter o prejuízo operacional do exercício; e (iii) aumento para R\$ 2,02 bilhões nas subvenções de custeio recebidas do Tesouro em razão da mudança de tratamento atribuído à compra de bens para doação, que deixou de ser considerada investimento, passando para subvenção de custeio.

A Tabela 14 apresenta valores para os ativos, os passivos e o patrimônio líquido da Codevasf entre 2019 e 2025. A deterioração do patrimônio líquido da empresa, que passou a um passivo a descoberto, em 2022, é explicada pelos fatores acima mencionados: ajustes contábeis estruturais e prejuízos operacionais acumulados.

TABELA 14. EVOLUÇÃO DOS ATIVOS, PASSIVOS E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA CODEVASF (2019-2025) – R\$ MILHÕES

Indicador	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ativo circulante (AC)	310,7	285,2	350,0	351,0	293,6	599,7	394,5
Passivo circulante (PC)	1.835,4	2.272,1	3.187,0	3.865,1	3.851,7	3.465,2	3.176,4
Patrimônio líquido	357,7	313,8	377,6	-1.314,2	-935,1	-84,3	-191,7
Diferença (AC-PC)	-1.524,7	-1.986,9	-2.837,0	-3.514,1	-3.558,1	-2.865,5	-2.781,9

Fonte: Codevasf. Elaboração: IFI.

As informações apresentadas nos informes da empresa demonstram também a elevada dependência das subvenções do Tesouro, como destacado na Tabela 3 e na Tabela 6. Nesta última, ficou evidenciada a insuficiência de caixa da empresa a partir de 2022, situação em que a subvenção recebida do Tesouro é insuficiente para manter o fluxo de caixa operacional.

Outro aspecto relevante de se mencionar diz respeito à inadimplência crônica da empresa. Apenas em 2024, a empresa registrou um ajuste para perdas sobre créditos (calotes) de R\$ 64,1 milhões, valor que subiu para R\$ 69 milhões em 2025. As notas contábeis indicam que grande parte dessas dívidas está vencida há mais de dois anos, forçando a empresa a considerar esses haveres a receber como perdas ou, ainda, renegociar esses créditos com descontos relativamente elevados.

Além disso, os dados referentes a contas a pagar junto a fornecedores indicam elevada volatilidade e dependência do cronograma de liberação de recursos do Tesouro Nacional. A Codevasf não tem autonomia de caixa para pagar seus fornecedores tempestivamente com recursos próprios. Isso tem causado oscilações drásticas nos balanços da empresa ao longo dos anos.

Emgepron

A EMGEPRON apresenta uma estrutura financeira atípica para uma estatal, decorrente do seu papel na execução do programa de reaparelhamento naval brasileiro. O resultado líquido positivo registrado nos últimos exercícios decorre, majoritariamente, da remuneração financeira sobre recursos ainda não empregados na construção das embarcações. A atividade operacional da empresa contribuiu pouco para o resultado, que é deficitário. A atividade de manutenção naval tem sido afetada pelas restrições orçamentárias da Marinha do Brasil, principal cliente da empresa.

Nos últimos anos, observou-se uma transferência progressiva de recursos do Caixa para o Ativo Imobilizado. O saldo de Caixa e Equivalentes recuou de R\$ 9,4 bilhões, em 2021, para

R\$ 7,8 bilhões, em 2022, R\$ 6,6 bilhões, em 2023, e R\$ 5,2 bilhões em 2024. O Ativo Imobilizado, por sua vez, cresceu de R\$ 1,2 bilhão, em 2021, para R\$ 6,8 bilhões em 2024. As demonstrações de fluxo de caixa registraram saídas de R\$ 2,2 bilhões, em 2022, R\$ 1,7 bilhão, em 2023, e R\$ 1,6 bilhão, em 2024, destinadas à Aquisição de Imobilizado.

As notas explicativas dos demonstrativos indicam que esses valores correspondem, principalmente, à construção de quatro Fragatas da Classe Tamandaré (PFCT) e do Navio Polar (NPo) Almirante Saldanha. À medida que o consórcio construtor avança na execução física dos projetos e ocorrem os desembolsos correspondentes, a Emgepron registra esses valores no Ativo Imobilizado.

A dependência de receitas financeiras para a formação do resultado líquido, mesmo diante de um prejuízo operacional crescente, decorre da forma como os recursos do programa naval foram estruturados. Entre 2017 e 2019, a União destinou recursos à Emgepron por meio de autorizações legislativas para capitalização da empresa: R\$ 9,5 bilhões para as Fragatas e R\$ 750 milhões para o Navio Polar.

Esses valores foram registrados no Patrimônio Líquido como Adiantamento para Futuro Aumento de Capital (AFAC) e permaneceram aplicados no caixa da empresa. Por exigência do Conselho Monetário Nacional (CMN)³⁵, os recursos são mantidos em fundos de investimento extramercado exclusivos no Banco do Brasil e na Caixa Econômica Federal. As receitas financeiras registradas nos exercícios seguintes corresponderam à remuneração desses recursos enquanto não são utilizados na construção das embarcações.

O prejuízo operacional antes do resultado financeiro da Emgepron aumentou desde 2021, de R\$ 6,6 milhões, naquele ano, para R\$ 57,4 milhões em 2024. A receita líquida de vendas e serviços também recuou, de R\$ 151,3 milhões, em 2022, para R\$ 113,6 milhões, em 2024, resultando em um prejuízo bruto de R\$ 22 milhões em 2024, após resultados brutos positivos nos exercícios anteriores.

As notas explicativas atribuem essa retração na receita líquida aos contingenciamentos orçamentários do governo federal, que reduziram a demanda da Marinha por manutenção de navios no Arsenal de Marinha do Rio de Janeiro, sistemas de armas e fornecimento de munição. Em 2025, houve uma recuperação parcial das receitas operacionais, associada à retomada de alguns serviços e à exportação de munição.

Ainda assim, o resultado líquido permaneceu positivo em todo o período analisado: R\$ 656 milhões, em 2022, R\$ 614 milhões, em 2023, e R\$ 330 milhões em 2024, sustentado quase integralmente pelas receitas financeiras, que variaram entre R\$ 937 milhões, em 2022, a R\$ 523 milhões em 2024. A demonstração do valor adicionado confirma essa composição:

³⁵ Resolução CMN nº 4.986, de 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4986>.

em 2024, o Valor Adicionado Produzido pela empresa foi de R\$ 61 milhões, contra R\$ 549 milhões de Valor Adicionado Recebido em Transferência, referente às receitas financeiras.

Para concluir as considerações sobre a Emgepron, é importante registrar alguns comentários sobre a estrutura patrimonial da empresa, composta, majoritariamente, por recursos próprios. Do total de R\$ 12,2 bilhões em ativos, em 2024, mais de R\$ 12 bilhões corresponderam ao Patrimônio Líquido, com o passivo exigível (circulante e não circulante) representando uma parcela reduzida, de R\$ 201 milhões. À medida que os recursos aportados pela União são utilizados na construção dos navios, o saldo de AFAC é reduzido e convertido em capital social, mediante deliberação em assembleia geral. A Tabela 14Z detalha os valores dessa conversão ao longo do tempo.

TABELA 15. ESTRUTURA PATRIMONIAL E CONVERSÃO DO ADIANTAMENTO PARA FUTURO AUMENTO DE CAPITAL (AFAC) EM CAPITAL SOCIAL NA EMGEPRON (2021-2025) – R\$ MILHÕES

Ano	AFAC	Capital Social
2021	10.171,7	307,2
2022	9.266,4	1.359,4
2023	7.083,9	3.634,4
2024	5.668,8	5.301,2
2025	4.087,0	6.883,4

Fonte: Emgepron. Elaboração: IFI.

O modelo previsto para a fase seguinte do programa também está definido nas notas explicativas: após concluídos, os navios permanecem no ativo da Emgepron³⁶, tendo seu domínio transferido à Marinha, que passa a ressarcir a empresa anualmente pelo valor depreciado de cada embarcação, o que deve gerar fluxo de caixa para a empresa nos anos seguintes.

Por fim, cabe esclarecer que a Emgepron não tem dívidas com instituições financeiras, mas registra contingências jurídicas relacionadas, principalmente, a processos trabalhistas sobre horas extras, disputas relativas ao piso salarial de engenheiros e processos de reintegração de funcionários.

Infraero

Entre 2022 e 2026, a Infraero passou por uma reestruturação de modelo de negócios associada à 6ª e à 7ª rodada de concessões aeroportuárias, que transferiu a maior parte dos grandes aeroportos administrados pela empresa para a iniciativa privada. A companhia manteve sob gestão direta o Aeroporto Santos Dumont e assumiu a operação de aeroportos regionais (como Mossoró, Ipatinga e Flores), reposicionando-se como executora de

³⁶ O relatório de auditoria da EMGEPRON estabelece que a transferência de domínio e uso das fragatas prontas para a Marinha do Brasil ocorrerá por meio de contrato de instituição de domínio público, via afetação de bem naval. Para maiores detalhes, consultar os relatórios anuais da empresa em: <https://www.emgepron.gov.br/pt-br/acessoainformacao/receitas-despesas>.

políticas de desenvolvimento da aviação regional, em articulação com o Novo PAC e o Ministério de Portos e Aeroportos.

A transição do portfólio gerou oscilações relevantes nos resultados. Em 2022, a empresa registrou lucro líquido de R\$ 15,5 milhões, revertendo resultados negativos acumulados. A receita líquida se manteve estável entre 2022 (R\$ 1,4 bilhão) e 2023 (R\$ 1,5 bilhão), mas caiu de forma acentuada em 2024, para R\$ 422,8 milhões, retração de 71% associada à saída das receitas dos grandes aeroportos leiloados na 7ª rodada, cuja transferência foi concluída em setembro de 2023. Esse encolhimento da receita, somado aos custos da transição, resultou em prejuízo líquido de R\$ 228,7 milhões em 2024.

A pressão operacional continuou em 2025. No ano, o resultado consolidado reverteu para lucro líquido de R\$ 316,2 milhões, com uma receita líquida de R\$ 441,6 milhões, configurando margem líquida de 71,6%. Essa margem elevada não refletiu recuperação da atividade operacional, que permaneceu deficitária em 2025 (resultado antes do financeiro foi negativo em R\$ 46,2 milhões). Relatórios subsequentes indicaram lucro líquido de R\$ 23,7 milhões no 1º trimestre de 2026, associado à estabilização do plano de reestruturação.

De 2022 para cá, a proporção entre receita financeira e receita líquida ficou elevada porque as duas grandezas se moveram em direções opostas. Três fatores pressionaram a queda da receita operacional: (i) a perda dos grandes aeroportos concedidos na 7ª rodada, principal fonte histórica de receita tarifária; (ii) a limitação regulatória imposta ao Aeroporto Santos Dumont, restrito a um teto de 8 a 9 milhões de passageiros por ano, que reduziu o faturamento com tarifas de embarque, conexão e pouso; e (iii) a assunção de aeroportos regionais de menor rentabilidade, cujos custos de terceirização e adequação inicialmente superaram as receitas geradas, levando, inclusive, à rescisão de alguns contratos por inadimplência governamental, como no caso dos aeroportos regionais do Ceará.

Ao mesmo tempo, a empresa passou a deter um volume de recursos superior ao de sua operação corrente no caixa. Parte desses recursos veio de Adiantamentos para Futuro Aumento de Capital (AFAC) recebidos do governo federal. A parcela mais relevante correspondeu a R\$ 894,5 milhões pagos pelas concessionárias vencedoras dos leilões da 7ª rodada. Esse montante foi aplicado em fundos de liquidez imediata, compostos por títulos públicos federais atrelados à Selic (índice IRF-M), geridos pelo Banco do Brasil e pela Caixa Econômica Federal. Em 2024, os rendimentos dessas aplicações somaram mais de R\$ 237 milhões.

Para conter despesas em um contexto de perda de receitas, a Infraero extinguiu três diretorias e oito centros de suporte, reformulou o plano de saúde dos empregados e deu continuidade ao Programa Especial de Adequação do Efetivo (PEAE), com adesões a planos de desligamento voluntário e aposentadoria (PDITA e DIN). Em 2023, 639 empregados foram desligados, com economia projetada de R\$ 70,6 milhões. Em 2024, mais 171 desligamentos resultaram em redução de despesas de R\$ 16,4 milhões. Parte dos R\$ 894,5

milhões recebidos das concessionárias da 7ª rodada foi destinada especificamente à equalização e ao custeio desses desligamentos.

Em razão da redução das receitas tarifárias dos aeroportos mais rentáveis, a empresa estruturou um novo plano de negócios voltado à comercialização de serviços aeroportuários especializados (modelo B2B) para estados, municípios e operadores privados. O portfólio inclui gestão e operação de aeroportos regionais por contrato ou outorga, planejamento aeroportuário (planos diretores), engenharia e projetos, consultoria e licenciamento ambiental, soluções digitais para infraestrutura aeroportuária, capacitação (Infraero Educação) e serviços técnicos e financeiros de apoio à operação. Paralelamente, a empresa intensificou a gestão comercial de fontes de receita não tarifária, como estacionamentos, postos de combustíveis, galpões logísticos e cobrança de inadimplência.

Em suma, entre 2022 e 2026, a Infraero concluiu a transição para uma estrutura mais enxuta, voltada à prestação de serviços aeroportuários e ao desenvolvimento da aviação regional. No período de transição, houve perda de receita operacional, resultados negativos recorrentes e dependência temporária de receitas financeiras geradas pelo caixa recebido das concessões, até a estabilização observada no início de 2026.

Considerações finais

Os indicadores financeiros analisados neste texto confirmam uma deterioração perceptível da saúde financeira de parte relevante das empresas estatais federais, tanto dependentes quanto não dependentes, o que eleva o risco fiscal para o Tesouro Nacional, em um contexto de forte restrição orçamentária imposta pelo RFS. Essa deterioração não é uniforme nem decorre de uma única causa, mas os dados levantados pela IFI permitem identificar padrões que merecem atenção do ponto de vista da gestão fiscal.

Entre as estatais dependentes, a análise do patrimônio líquido, do fluxo de caixa operacional e do indicador de suficiência de caixa revela um grupo de empresas – notadamente Codevasf, CBTU, Embrapa, HCPA e EBSEH – cuja trajetória financeira se distancia do padrão observado nos exercícios anteriores a 2018. Para essas empresas, cabe reforçar que o problema não é de solvência no sentido tradicional, já que sua existência depende de subvenções do Tesouro e não de geração própria de caixa. O risco relevante reside no descompasso entre despesas e repasses, quando persistente, tende a se converter em pressão por suplementações orçamentárias ou aportes extraordinários, disputando espaço fiscal com outras políticas públicas sujeitas aos limites do RFS.

No grupo das estatais não dependentes, os indicadores de margem operacional, de exposição a receitas financeiras e de qualidade do lucro (razão FCO/lucro líquido) apontam para fragilidades distintas, mas igualmente relevantes. Casos como os da ECT, da Emgepron e da Infraero mostram que, mesmo sem onerar diretamente o OFSS, essas empresas podem comprometer sua capacidade de distribuição de dividendos à União ou,

em situações mais extremas, demandar aportes de capital, como o que a União fará na ECT em 2027, conforme previsto no contrato do empréstimo contratado pela empresa em 2025.

As considerações individuais sobre ECT, Codevasf, Emgepron e Infraero, ainda que limitadas pelo escopo deste texto, ilustram a heterogeneidade das causas por trás dos números agregados: ajustes contábeis estruturais que mascaram temporariamente o resultado (Codevasf), reestruturação de modelo de negócio associada a mudanças regulatórias (Infraero), dependência de receita financeira sobre recursos ainda não empregados (Emgepron) e acúmulo de passivos atuariais e contingentes somado a queda de receita (ECT). Esse conjunto de casos reforça a necessidade de análise individualizada, já que indicadores agregados podem ocultar dinâmicas bastante distintas entre as empresas.

Do ponto de vista da governança fiscal, a extinção da possibilidade de compensação entre as metas de resultado primário do governo central e das estatais não dependentes, a partir da LDO 2026, representa um avanço em termos de transparência. Ao mesmo tempo, essa mudança elimina um mecanismo que, até então, poderia atenuar a visibilidade de desequilíbrios pontuais em algumas empresas. Isso torna ainda mais relevante o monitoramento contínuo e individualizado dos indicadores aqui discutidos, sobretudo diante da sinalização, no Anexo de Riscos Fiscais do PLDO 2027, de acompanhamento mais próximo em relação a empresas como Correios, Casa da Moeda, Eletronuclear e Companhia Docas.

Por fim, cabe registrar que este texto não teve a pretensão de esgotar o tema. A discussão sobre eventual privatização de empresas estatais foi deliberadamente deixada de fora, por envolver considerações que extrapolam o escopo fiscal aqui tratado. Da mesma forma, por limitação de espaço, a análise se concentrou em um número restrito de indicadores e empresas, com maior detalhamento qualitativo restrito a apenas quatro casos. O acompanhamento desses indicadores pode ser retomado pela IFI no futuro, dado o caráter dinâmico dos riscos fiscais associados às empresas estatais federais.