

## Privatização: a Terceira Onda

Por

**Armando Castelar Pinheiro\***

**Luiz Chrysóstomo de Oliveira Filho\*\***



---

\* Professor da FEA/UFRRJ e conselheiro do Instituto Atlântico.

\*\* Diretor-executivo do Banco Cindam, ex-chefe adjunto do Gabinete de Desestatização — BNDES (1990-92) e conselheiro do Instituto Atlântico.



## 1. Introdução

... a terceira fase da privatização... só deverá ganhar fôlego com o próximo governo. Todavia, muito pode ser feito em 1994 para viabilizar um programa de desestatização mais abrangente a partir de 1995.

O processo brasileiro de desestatização passou até aqui por duas fases distintas. A primeira, na década de 80, foi dedicada à reprivatização de empresas que haviam sido absorvidas nas "operações-hospital" do BNDES e de suas subsidiárias. A segunda fase, iniciada, em outubro de 1991, com a venda da Usiminas, ampliou consideravelmente a magnitude e o escopo do processo, transferindo para o setor privado empresas que haviam pertencido ao Estado desde a sua fundação.

Desde 1981 a privatização tem evoluído de forma crescente. De 1981 a 1984, 20 empresas estatais foram vendidas, oito incorporadas a outros órgãos públicos e uma alugada. No governo Sarney, 18 empresas foram vendidas, outro tanto transferido para os estados, duas foram incorporadas por outros órgãos e quatro liquidadas. Um total de US\$ 723 milhões foram arrecadados na década de 80, sendo US\$ 533 milhões entre 1985 e 1989. De outubro de 1991 a agosto de 1994, foram alienadas 33 empresas, as 18 últimas já no governo Itamar Franco. As receitas dessas vendas somam US\$ 7,4 bilhões. Apesar dos progressos que vêm sendo alcançados nesta segunda fase, a privatização continuou limitada, até aqui, à indústria de transformação, responsável por uma parte menor do setor produtivo estatal (cerca de 12% do patrimônio líquido).

As condições políticas, a precária situação da maior parte das empresas listadas para venda e as dificuldades jurídicas e administrativas devem continuar a afetar o andamento do PND. Assim, a terceira fase da privatização, abarcando os setores de transporte, energia, telecomunicações e serviços públicos em geral, só deverá ganhar fôlego com o próximo governo. Todavia, muito pode ser feito em 1994 para viabilizar um programa de desestatização mais abrangente a partir de 1995. De fato, o momento não poderia ser mais feliz para isso. O virtual esgotamento do estoque de moedas tradicionais de privatização, a conclusão do processo de renegociação da dívida externa e as próximas eleições abrem uma janela de oportunidade quase única para ampliar e aperfeiçoar o PND.

O objetivo deste ensaio é apresentar e discutir algumas sugestões que podem contribuir para o sucesso do PND na sua nova fase. Três temas inter-relacionados são analisados: (a) a ampliação do leque de dívidas utilizadas como moeda; (b) os problemas de regulação colocados pela privatização de monopólios públicos e empresas multi-produto; e (c) a necessidade de alterar o modelo de venda das empresas.



AGENDAS  
ATLÂNTICO

## 2 A Questão das Moedas

Uma das maiores conquistas do PND até o momento tem sido a utilização das suas receitas quase exclusivamente para o abatimento da dívida pública. É desejável que isto continue ocorrendo. Ao cobrir estes passivos, a privatização reduz o déficit futuro do setor público e age positivamente sobre as expectativas inflacionárias. Além disso, ao trocar-se ativos por dívida evita-se que a venda de empresas estatais seja utilizada para financiar o déficit corrente do setor público, enfraquecendo o esforço de ajuste fiscal.

Deve-se esperar que três tipos de dívidas, pouco ou nada utilizadas até aqui, ganhem proeminência no futuro. Primeiro, as chamadas moedas sociais — FGTS, PIS/Pasep e INSS —, que permitirão democratizar os benefícios da privatização, reduzir o risco de reestatização das empresas privatizadas e desenvolver os mercados de capitais brasileiros. Em particular, a utilização dessas dívidas na privatização pode ser um elemento decisivo para viabilizar a reforma do sistema de seguridade social, permitindo a transição de um esquema de repartição para outro de capitalização (ver Oliveira *et alii*, 1993). Segundo, a já mencionada dívida externa, que trará uma maior participação do capital estrangeiro, essencial para o aporte de tecnologia e para o financiamento de novos investimentos. Terceiro, a dívida pública de curto prazo, cujo abatimento tem um impacto fiscal mais significativo que o resgate da dívida de longo prazo. Além disso, deve ter continuidade a securitização de dívidas de médio e longo prazos, com destaque para o passivo do sistema de habitação (FCVS). A existência de deságios diferenciados e de distintas distribuições de propriedade para as diversas dívidas recomenda que se estabeleçam cotas para a utilização de cada uma.

A inclusão dessas moedas deve permitir uma significativa alavancagem do PND. O patrimônio estimado do FGTS monta a US\$ 27 bilhões, incluindo créditos de US\$ 3 bilhões junto ao FCVS. O PIS/Pasep gera um fluxo anual de recursos da ordem de US\$ 3 bilhões a US\$ 4 bilhões. Os “créditos” dos pensionistas contra a Previdência vão a cerca de US\$ 40 bilhões. O FCVS acumula dívidas vencidas de US\$ 8,5 bilhões, mas esse total deve chegar a US\$ 20 bilhões até o final da década. Já a dívida líquida do setor público (que não inclui os passivos acima) somava US\$ 147,7 bilhões ao final do primeiro semestre de 1993, sendo US\$ 41,2 bilhões de responsabilidade do governo federal e do Banco Central, US\$ 39,2 bilhões dos governos estaduais e municipais, e US\$ 67,2 bilhões das empre-

Uma das maiores conquistas do PND até o momento tem sido a utilização das suas receitas quase exclusivamente para o abatimento da dívida pública.



**A utilização das moedas sociais em fundos surge como a melhor opção para superar alguns problemas. A experiência do Leste Europeu mostra também a preferência dos pequenos investidores pela participação no processo de privatização através de fundos.**

sas estatais. Cerca de metade da dívida líquida do setor público é devida a credores externos.

As estimativas disponíveis de quanto pode ser adicionalmente arrecadado com a privatização apontam para valores mais modestos que estes. O patrimônio líquido das estatais não-financeiras ainda não alienadas soma cerca de US\$ 26,7 bilhões. Considerando-se que nos 20 primeiros leilões do PND a relação preço de venda/patrimônio líquido ficou em 2,2 (Mello, 1993), poder-se-ia prever uma arrecadação adicional de US\$ 58,7 bilhões na continuidade do programa. Observe-se, porém, que as empresas vendidas até aqui situam-se em setores menos atraentes, como siderurgia, petroquímica e fertilizantes, afetados pelo excesso de oferta internacional, significativos passivos ambientais e substancial defasagem tecnológica. Deve-se esperar que na continuidade do processo de privatização a relação preço de venda/patrimônio líquido supere significativamente os 2,2 observados até aqui. Supondo um coeficiente de 3,3, obtém-se uma receita potencial de US\$ 88,1 bilhões. Finalmente, note-se que estas estimativas excluem todo o setor estatal financeiro. A privatização do Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e outros bancos e instituições financeiras pode gerar muitos bilhões de dólares. Em suma, 95% da privatização brasileira ainda está por ser feita.

Como a dívida total do setor público ultrapassa, em princípio, o valor que pode ser arrecadado com a privatização, duas medidas se fazem necessárias. Primeiro, identificar e agilizar a securitização de todas as dívidas, de maneira a não privilegiar certos credores em detrimento de outros. Segundo, definir prioridades para a utilização dessas dívidas, maximizando o ganho para a sociedade a ser obtido com a troca de dívidas por ativos.

O aproveitamento das moedas sociais e do FCVS no PND tem esbarrado até aqui nas restrições legais impostas pelas Leis 8.029 e 8.031 e pelas dificuldades de securitização, fase que antecede a sua inclusão no PND. Para serem securitizadas, segundo as normas atuais, as dívidas públicas precisam ser certas, líquidas e exigíveis. No caso do FGTS, INSS, PIS/Pasep e do FCVS, contudo, a maior parte das dívidas é vincenda, não se conhece o valor exato destas dívidas, e o número de credores finais é muito grande, o que torna inexecutável a renegociação caso a caso e inviabiliza sua inscrição nos sistemas Cetip e Selic. Além disso, a utilização do PIS/Pasep na privatização requer uma emenda constitucional.

O uso dessas moedas no PND irá exigir, desta forma, a edição de novas leis para a utilização de dívidas vincendas e de novos critérios de avaliação e renegociação dos débitos. A utilização das moedas



sociais em fundos surge como a melhor opção para superar alguns desses problemas. A experiência do Leste Europeu mostra também a preferência dos pequenos investidores pela participação no processo de privatização através de fundos, que permitem reduzir riscos e custos de informação (ver Myant, 1993, e Weisskopf, 1993).

### 3. A Questão da Regulação

Um dos mais fortes motivos que podem levar um governo a privatizar uma estatal é o de tentar aumentar a sua produtividade. Diversos autores têm enfatizado, porém, que a competição é mais importante para explicar a diferença de eficiência entre empresas estatais e privadas do que a propriedade do capital — em setores competitivos as empresas privadas são em geral mais eficientes que as estatais, sendo as diferenças menos significativas em setores oligopolizados (Vickers e Yarrow, 1991).

É alvissareira, desta forma, a constatação de que também em outras áreas, além da privatização, tem-se feito sentir a menor intervenção do Estado na economia. Desde 1988 as importações vêm sendo liberalizadas, com a progressiva redução das tarifas aduaneiras, a eliminação de regimes especiais, do Anexo C, do uso indiscriminado da Lei do Similar Nacional, dos programas anuais de importação por empresa etc. Além disso, o governo vem desregulamentando a atividade econômica, tendo revogado dezenas de milhares de decretos nos últimos dois anos.<sup>1</sup>

Porque a privatização foi combinada com a liberalização comercial e a desregulamentação, seu impacto sobre o desempenho das antigas empresas estatais tem sido notável.<sup>2</sup> Nas mãos do setor privado, as empresas ampliaram seus investimentos, melhoraram a qualidade de seus produtos e aumentaram sua eficiência e rentabilidade. No setor siderúrgico, a produção aumentou 5,2% em 1993, com a produtividade da mão-de-obra crescendo 10% na Usiminas e 50% na CST e na Açominas. As exportações se expandiram, elevando o Brasil à posição de quarto maior exportador de aço do mundo. No mercado doméstico, as empresas têm obtido substanciais reduções de custos, repassadas aos consumidores com a queda de 15% no preço da chapa de aço.

A extensão do PND para os setores de eletricidade, gás, águas, esgotos, transportes etc. irá exigir, porém, o redesenho do programa,

E alvissareira, desta forma, a constatação de que também em outras áreas, além da privatização, tem-se feito sentir a menor intervenção do Estado na economia.



**... qual deverá ser a estrutura industrial após a transferência para o setor privado (mantém-se o monopólio ou procura-se dividir as empresas e criar competição entre elas?)**

para adaptá-lo às dificuldades inerentes à alienação de empresas multiproduto, localizadas em setores não-competitivos, produtoras de serviços (por natureza não-comerciáveis no mercado internacional) e com uma longa experiência de intensa regulação estatal. Em particular, se exigirá o estabelecimento de cláusulas de investimento e de aporte de tecnologia, a serem derivadas de projetos de desenvolvimento estratégico e institucional para os setores, e a decisão sobre qual deverá ser a estrutura industrial após a transferência para o setor privado (mantém-se o monopólio ou procura-se dividir as empresas e criar competição entre elas?): (Ver a esse respeito World Bank, 1992a, Capítulo 3.)

Vale aqui registrar a advertência de Sir Christopher Foster (1992:10) em seu estudo sobre a experiência inglesa de privatização:

*"Because so many seem determined to privatize before they have decided how, or even whether, to regulate the resulting enterprises, privatization could become as inefficient an undertaking as nationalization has been."*

Muitas das empresas de comunicação, transportes e energia que hoje se deseja privatizar foram estatizadas no passado em decorrência da incapacidade do setor público de regulamentá-las adequadamente. Assim, uma das condições para o sucesso do programa de desestatização nesses setores é o desenvolvimento de legislação específica definindo os direitos e deveres do Estado, das empresas e dos consumidores e determinando como e por quem eventuais disputas serão dirimidas. Para os casos em que a regulação através de agências se mostre necessária, é desejável que seu poder discricionário seja mantido em um nível mínimo, definindo *a priori* elementos como o regime de fixação de tarifas e as metas de cobertura e qualidade dos serviços a serem oferecidos. É essencial que as regras do jogo sejam definidas antes da venda. O exemplo argentino, no qual o governo se viu forçado a conceder vantagens adicionais após a privatização, ilustra bem os riscos de se privatizar primeiro e regular depois. Seria fundamental, neste sentido, revogar o quanto antes os monopólios legais em áreas como telecomunicações e energia e estabelecer uma legislação que facilite a concessão de serviços públicos em geral para o setor privado.

A privatização deve obedecer ao princípio de que a melhor forma de regulação é a competição (ainda que por comparação). Deve-se por isso priorizar métodos de venda que tornem esses setores mais competitivos, ainda que com sacrifício a curto prazo das receitas.



AGENDAS  
ATLÂNTICO



... é preciso não apenas estabelecer critérios mais rígidos de seleção de compradores das empresas estatais como, principalmente, dedicar maiores recursos ao desenvolvimento e implantação de agências e políticas de defesa da concorrência.

Assim, a identificação de monopólios naturais deve respeitar o atual estágio de desenvolvimento tecnológico e as restrições de demanda, e não reproduzir as estruturas de mercado que prevalecem hoje no país. A evidência internacional mostra que, atualmente, poucos setores, como a distribuição de energia elétrica, a telefonia local, o saneamento e a distribuição de água, podem ser classificados como monopólios naturais.

Paralelamente, maiores esforços devem ser envidados no sentido de prevenir a formação de monopólios ou oligopólios privados a partir da desestatização. A verticalização deve ser em geral evitada. No caso de empresas multiproduto, a existência de subsídios cruzados deve ser identificada e sua manutenção ou não decidida antes da venda. Quando as condições tecnológicas ou de mercado tomarem o monopólio necessário, este deve ser regulado para promover o bem público. Para isso é preciso não apenas estabelecer critérios mais rígidos de seleção de compradores das empresas estatais como, principalmente, dedicar maiores recursos ao desenvolvimento e implantação de agências e políticas de defesa da concorrência. O descasamento observado até aqui entre os recursos e o prestígio político dedicados ao programas de privatização e de defesa da concorrência não pode continuar, sob pena de colocar em risco todo o processo de reforma do Estado. No Brasil, as instituições encarregadas da defesa da concorrência são ainda bastante incipientes e carentes de doutrinas e quadros. Se se permitir que empresas consolidem seu poder de mercado antes que o aparato regulatório esteja estabelecido, arrisca-se a permitir que as agências de regulação sejam cooptadas por quem deveriam controlar.

#### 4. A Questão do Modelo de Venda

A utilização quase exclusiva de leilões em bolsa deve ceder lugar, na próxima fase do PND, a uma maior diversidade de modelos de venda. Deverão contribuir para isso não apenas o tamanho e a natureza das empresas, mas também a necessidade de contemplar mais equitativamente os quatro tipos de investidores que tipicamente participam da privatização: o grande público; os investidores estratégicos; os capitalistas estrangeiros; e os empregados (e *insiders* de maneira geral). Uma menor ênfase na maximização de receitas e



**A experiência internacional mostra que tem sido possível obter substanciais ganhos de capital com a aquisição de ações de empresas privatizadas nas áreas de infra-estrutura e de serviços públicos.**

uma maior preocupação em utilizar a privatização para modernizar os padrões de financiamento do investimento e impulsionar a competitividade da economia brasileira também devem levar a mudanças no modelo de venda.

A experiência internacional mostra que tem sido possível obter substanciais ganhos de capital com a aquisição de ações de empresas privatizadas nas áreas de infra-estrutura e de serviços públicos. Seria importante, portanto, que uma parcela do capital das estatais fosse pulverizada entre o grande público, para que uma maior parcela da população se beneficiasse. De fato, a legislação que rege o PND determina que “a alienação de participação societária, inclusive do controle acionário, (deverá ser feita) preferencialmente de modo a propiciar a pulverização das ações junto ao público, empregados, fornecedores e consumidores”, e lista entre as atribuições do gestor do PND (o BNDES) “estimular a dispersão do capital das sociedades incluídas no Programa”. Contudo, o PND não atingiu até aqui a almejada pulverização do capital. Espera-se que com a utilização das moedas sociais este objetivo venha a ser mais plenamente atendido.

A pulverização do capital não elimina o problema da falta de supervisão sobre a gerência das empresas (conhecido na literatura como problema de agência), além de não garantir que os investimentos de modernização e ampliação desses empreendimentos sejam executados. Assim, o PND não pode prescindir da presença de investidores estratégicos no capital e no comando das empresas alienadas. Contudo, o critério de seleção desses investidores terá de mudar na nova fase do PND. Além do preço de venda e da defesa da concorrência, deverão ser considerados na escolha dos novos donos os compromissos com novos investimentos, com a incorporação de tecnologias modernas e com a transferência de ganhos de produtividade para os consumidores. Deve-se evitar, em particular, que os consumidores se vejam obrigados a financiar a fundo perdido, via preços elevados, novos investimentos nessas empresas, como vem ocorrendo na Argentina.

O Brasil é um dos poucos países latino-americanos em que os investidores estrangeiros não desempenharam um papel importante no processo de privatização. Até o momento, o capital externo adquiriu cerca de 3,5% das ações de empresas estatais colocadas à venda. No contexto atual, em que o investimento doméstico encontra-se retraído a níveis extremamente baixos, a entrada do capital estrangeiro pode ter impactos muito positivos sobre as receitas da privatização. Além disso, é preciso atrair o capital estrangeiro pela contribuição que este pode dar à atualização tecnológica das empresas e para que haja



AGENDA S  
ATLÂNTICO





No Brasil, e em muitos outros países, tem-se recorrido à venda subsidiada de ações para os empregados das estatais sendo alienadas como uma forma de angariar seu suporte para a privatização.

competição pela aquisição de empresas do porte da Telebrás e da Eletrobrás.

A falta de interesse dos investidores estrangeiros pode ser atribuída a um conjunto de fatores: (a) à falta de confiança na gerência macroeconômica brasileira; (b) ao pouco interesse nos setores em que tem havido vendas; (c) a uma atitude de *wait-and-see* da parte dos bancos estrangeiros, em função das negociações da dívida externa; (d) ao elevado desconto incidente sobre os títulos da dívida externa; (e) ao limite de 40% estabelecido para a participação de estrangeiros no capital votante (revogado recentemente por medida provisória); (f) às restrições impostas à repatriação do capital investido (seis anos); (g) à discriminação resultante do artigo 171 da Constituição de 1988; e (h) ao grande número de ações legais antes e após cada leilão de privatização (World Bank, 1992c, p. 39). A participação dos investidores estrangeiros no PND deve crescer quando este chegar aos serviços industriais de utilidade pública, às telecomunicações etc., e conforme as restrições à sua participação no processo de privatização continuem a ser reduzidas.

No Brasil, e em muitos outros países, tem-se recorrido à venda subsidiada de ações para os empregados das estatais sendo alienadas como uma forma de angariar seu suporte para a privatização — sem o qual haveria o risco de que esta não se realizasse — e como compensação antecipada pela possibilidade de esses perderem o emprego com a venda das empresas. Tipicamente, os empregados podem comprar até 10% das ações por um preço 70% abaixo do preço mínimo de leilão. Duas questões devem, porém, ser levantadas em relação aos procedimentos que vêm sendo utilizados. Primeiro, terá a privatização contribuído para engajar os trabalhadores no desenvolvimento de suas empresas ou terá ela se limitado a dar um ganho patrimonial a esses trabalhadores, sem modernizar as relações capital-trabalho? Segundo, até que ponto os elevados subsídios concedidos pela sociedade a um segmento bem situado da classe operária e tradicionalmente beneficiado pelo Estado são eticamente corretos?

#### Referências



AGÊNCIA  
ATLÂNTICO

Abreu, M.P. e R.L.F. Werneck, "Privatization and Regulation in Brazil: the 1990-92 policies and the challenges ahead". *Texto para Discussão PUC-RJ nº 300* (Rio de Janeiro, fevereiro, 1993).



Baer, W. e A.V. Villela, "Privatization and the changing role of the state in Brazil". *Texto apresentado no XVII International Congress of the Latin American Studies Association, Los Angeles, 24-27 setembro, 1992.*

Foster, C., "Privatization, public ownership, and the regulation of natural monopoly", *Coopers & Lybrand (1992).*

Mello, M.F., "Privatização e ajuste fiscal no Brasil", *Departamento de Economia, PUC-RJ, mimeo, 1993.*

Myant, M., "Transforming socialist economies: the case of Poland and Czechoslovakia" (*Hants, Inglaterra: Edward Elgar Publishing Limited, 1993.*)

Oliveira, F.E.B., K.I. Beltrão, A.C. Medici, B. J. Lustosa e L.V.F. Maniero, "A seguridade social brasileira: uma proposta de reforma", *Perspectivas de Economia Brasileira 1994, Ipea (1993).*

Pinheiro, A.C., "Nomenclatura privatizaisita", *Folha de S. Paulo, 5 de dezembro de 1993.*

Pinheiro, A.C., "Structural adjustment and privatization in Brazil". *Texto apresentado no workshop The Structural Adjustment and Privatization Policy in Latin America, patrocinado pela Economic Planning Agency, Tóquio, Japão (9-15 de março de 1994a).*

Pinheiro, A.C., "A privatização tem jeito". *Texto para Discussão Ipea, nº 338, maio de 1994b.*

Pinheiro, A.C. e F. Giambiagi, "State-owned enterprises and privatization in Brazil", *trabalho apresentado na International Conference on Privatization and Socioeconomic Policy in Central and Eastern Europe, Jagiellonian University, Krakow, Polônia, 18-21 de outubro de 1993.*

Pinheiro, A.C. e F. Giambiagi, "Brazilian privatization in the 1990s", *World Development, v. 22, nº 5, maio 1994.*

Pinheiro, A.C. e L. C. Oliveira Filho, "Privatização no Brasil: passado, planos e perspectivas". *Texto para Discussão Ipea nº 230 (Rio de Janeiro, agosto 1991b).*

Pinheiro, A.C. e L.C. Oliveira Filho, "O programa brasileiro de privatização: notas e conjecturas", *Perspectivas da Economia Brasileira - 1992, Ipea (1991c).*

Pinheiro, A.C. e B.R. Schneider, "The fiscal impacts of privatization in Latin America", *Journal of Development Studies (a ser publicado).*

Schneider, B.R., "Partly for sale: privatization and state strength in Brazil and Mexico", *Journal of Interamerican Studies and World Affairs, v. 30 (Winter 1988-89), pp. 89-116.*



AGENDAS  
ATLÂNTICO



*Shapiro, C. e R.D. Willig*, "Economic rationales for the scope of privatization", *Olin Discussion Paper 21, Princeton University, 1990*.

*Tourinho, O.A.F. e R. Vianna*, "Avaliação e agenda do Programa Nacional de Desestatização", *Perspectivas da Economia Brasileira - 1994, Ipea (1993)*.

*Vickers, J. e G. Yarrow*, "Economic perspectives on privatization", *Journal of Economic Perspectives, v. 3 (1991), pp. 111-132*.

*Werneck, R.*, "Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil", *Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 19 (1989), pp. 277-308*.

*Weisskopf, T.E.*, 1993, "Economic perspectives on the privatization process in Russia", *trabalho apresentado na International Conference on Privatization and Socioeconomic Policy in Central and Eastern Europe, Jagiellonian University, Krakow, Polônia, 18-21 de outubro de 1993*.

*World Bank, 1992a*, "Private beats public 11-1", *in World Bank Policy Research Bulletin, v. 3, nº 4*.

*World Bank, 1992b*, "Privatization: lessons from experience", *mimeo*.

*World Bank, 1992c*, "Brazil: privatization and the steel sector", *mimeo*.

## Notas

<sup>1</sup> *Pinheiro (1994b)* descreve com maior detalhe as reformas empreendidas nos últimos anos.

<sup>2</sup> *No setor siderúrgico, por exemplo, a tarifa média sobre as importações caiu de 18% em 1990 para 7,5% em julho de 1993, enquanto a comercialização e o transporte de aço eram desregulamentados e os controles de preços descontinuados. Um processo semelhante teve lugar para os produtos petroquímicos e os fertilizantes.*

