

# Avaliação e Agenda do Programa Nacional de Desestatização

Octavio A. F. Tourinho\*

Ricardo L. L. Vianna\*\*

A estatização na economia brasileira se aprofundou em um período histórico em que a intervenção estatal nos setores de infra-estrutura, insumos básicos e serviços públicos era vista não apenas como benéfica, mas como necessária para a consolidação da produção ou da prestação de serviços naqueles setores. Em consequência, o controle estatal de uma grande parcela do setor produtivo é hoje um elemento de importância fundamental na determinação da dinâmica da economia brasileira.

Setores como os de energia elétrica, petróleo e combustíveis, transportes ferroviários, estradas de rodagem, químico e petroquímico, siderurgia, fertilizantes, mineração e metalurgia, e telecomunicações, para citar apenas os principais, sofreram em graus variados intervenção estatal. Ela ocorreu na forma de controle do capital das principais empresas, através de participações minoritárias no capital de empresas privadas, do controle do crédito subsidiado dos bancos públicos e do controle administrativo dos principais aspectos do funcionamento dessas indústrias. Em muitos desses casos essa intervenção foi amparada por lei, concedendo ao setor público o monopólio ou o controle quase absoluto da atividade.

Nos setores listados, a presença estatal extrapola a participação no controle do capital das empresas e exerce uma influência estratégica sobre o seu desenvolvimento e organização, ampliando sobremaneira o alcance das decisões tomadas na esfera estatal, especialmente aquelas referentes aos investimentos. A estatização, nesse caso, é vista como um processo que extrapola o controle do capital e se caracteriza pelo grau de intervenção do Estado na economia.

---

\* Do BNDES e atualmente pesquisador no IPEA.

\*\* Diretor da Econotech Consultoria e ex-diretor da BNDESPAR.

O reconhecimento de que a intervenção estatal não conseguiu satisfazer às necessidades da sociedade com um mínimo de eficiência levou à conscientização da urgência da redefinição do papel do Estado na economia. O Programa Nacional de Desestatização (PND) surgiu como parte de um conjunto de reformas mais amplas e profundas que visavam reduzir drasticamente o papel do Estado na economia nacional, através do projeto de desregulamentação e desburocratização, da revisão tarifária acompanhada do início da abertura ao exterior, da reforma administrativa e, finalmente, da reestruturação do patrimônio estatal, na qual se insere a desestatização.

Neste contexto, são usualmente alinhados como objetivos do processo de desestatização: a eliminação da ineficiência da gestão estatal e das dificuldades de financiamento do setor público, através da redução do escopo da sua atuação; a redefinição do papel do Estado, que deve voltar-se para atividades que são sua responsabilidade precípua; e a reestruturação industrial.<sup>1</sup>

O aumento da eficiência ocorre com a introdução de objetivos empresariais na gestão das empresas. A supervisão mais intensa de administração das empresas exercida pelos acionistas privados, a desobstrução do sistema de tomada de decisão e a disponibilidade de recursos para investimentos são alguns dos benefícios normalmente associados à privatização.

No conceito tradicional de atuação do Estado moderno, a ingerência no setor produtivo ocorreria apenas sob a forma de regulamentação, para evitar as conseqüências de falhas de mercado. Entretanto, com a estatização, ele ampliou sua atuação e, nesse processo, descuidou de suas responsabilidades precípua: educação básica, saúde pública, segurança pública, previdência social e, em certos contextos, transporte coletivo e habitação popular. A desestatização, nesse caso, é vista como uma oportunidade de iniciar o resgate da "dívida social" que se acumulou com as camadas mais carentes da população, ao longo do período em que o Estado brasileiro ampliou sua atuação empresarial.

Muitas vezes a presença estatal é tão dominante no setor desestatizado que a sua nova organização pode, e deve, ser definida no desenvolvimento do processo de privatização. Isso está ocorrendo no caso brasileiro nos setores de siderurgia, petroquímico e fertilizantes, até agora, e deverá ocorrer também nos setores de energia elétrica, ferrovias e telecomunicações (se ele for privatizado).

A reorganização industrial não ocorre apenas por uma questão de oportunidade, mas também por necessidade: para que a indústria desestatizada venha a operar de um modo satisfatório é importante promover mudanças na sua estrutura de modo a criar um ambiente competitivo. Os mecanismos de

---

1 Uma descrição mais detalhada da estrutura do PND pode ser encontrada em Tourinho e Vianna (1993).

mercado, protegidos por legislação antitruste apropriada, se encarregarão então de impor eficiência às empresas privatizadas, promovendo também a prática de preços compatíveis com os custos e assegurando, em última instância, uma alocação mais eficiente de recursos e o bem-estar dos consumidores.

Nas próximas seções faremos uma rápida apreciação do desenvolvimento do PND até junho de 1993, relatando as principais dificuldades encontradas. Em seguida faremos uma breve avaliação dos benefícios alcançados, sob a ótica dos investidores, da União, das empresas privatizadas e da estrutura industrial. Finalizaremos com uma descrição das modificações recentes introduzidas no programa e ofereceremos sugestões para sua ampliação e aperfeiçoamento.

## **4.1 - Desestatizações até Junho de 1993**

Até junho de 1993 foram incluídas 66 empresas no PND e foram desestatizadas 21 delas. As próximas seções descrevem o conjunto de empresas incluídas — e a lógica de sua seleção — e fazem um resumo descritivo do andamento do programa até agora.

### **4.1.1 - Setores e Empresas Inclusas no PND**

As primeiras providências da Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização (CDPND) foram no sentido de selecionar as empresas cuja desestatização seria de imediato recomendada à Presidência da República. Havia três setores com presença estatal dominante, cujas empresas tinham prioridade evidente, devido à sua natureza industrial: siderurgia, petroquímico e fertilizantes.

No setor de aços planos a predominância estatal era total: o Estado controlava todas as cinco usinas siderúrgicas integradas a coque (Usiminas, CSN, Cosipa, CST e Açominas) através da Siderbrás, a sua *holding* para o setor. A participação privada na produção de aço se restringia ao setor de aços especiais e não-planos, ressaltando os aços inoxidáveis, cuja produção também era de responsabilidade de uma estatal (Acesita), controlada pelo Banco do Brasil. Já a comercialização, especialmente para consumidores médios e pequenos, era atividade legada a empresas privadas: as siderúrgicas estatais voluntariamente se afastaram desse segmento.

O envolvimento do Estado na construção do setor foi extenso: o total investido pelo governo apenas nas empresas que já foram privatizadas até junho de 1993 (Usiminas, CST, Acesita e CSN) foi US\$ 10,751 bilhões.

No petroquímico a presença estatal se dava através da Petroquisa, que controlava as centrais produtoras dos principais insumos de dois dos pólos petroquímicos (Copesul e PQU), tinha participação paritária com o setor

privado na terceira (Copene) e também detinha uma participação significativa na central do pólo cloroquímico de Alagoas (Salgema). Além disso, detinha participações minoritárias em cerca de 32 empresas de segunda geração, nas quais, devido à existência de acordos de acionistas, o controle era compartilhado com os sócios privados, nacionais e estrangeiros.

O Estado foi também o grande responsável pelo financiamento do setor, tendo investido diretamente, através da Petrobrás e da Petroquisa, e indiretamente através de financiamentos do BNDES, um volume de recursos próximo a US\$ 5 bilhões.

Pelo seu papel de coordenador dos interesses empresariais no setor e devido ao amplo controle acionário descrito acima, a Petrobrás detinha virtual comando de toda a indústria petroquímica. Esse poder era reforçado por dois eficientes instrumentos de dissuasão: a) o controle da oferta e, principalmente, do custo da principal matéria-prima (nafta), devido ao monopólio legal na sua produção e comercialização; e b) sua influência no processo de estabelecimento dos preços dos petroquímicos básicos, que eram controlados pelo CNP — Conselho Nacional do Petróleo e pelo CIP — Conselho Interministerial de Preços. Grupos empresariais ou empresas que não se integrassem às diretrizes ditadas pela estatal corriam, portanto, sérios riscos econômicos que poderiam ameaçar sua sobrevivência, tanto no curto como no médio prazo.

No setor de fertilizantes, a participação estatal se dava através da Petrofertil, que controlava toda a produção de insumos básicos nitrogenados (Nitrofertil e Ultrafertil) e uma parcela dos fosfatados (Fosfertil, ICC e Goiasfertil). A dependência com relação à matéria-prima fornecida pela Petrobrás também é crítica no setor de nitrogenados, podendo as condições para fornecimento, se desfavoráveis, inviabilizar as empresas. A iniciativa privada ficava responsável pela transformação das matérias-primas básicas, pela mistura, pela preparação dos fertilizantes formulados e pela sua distribuição, em uma evidente segmentação de mercados, similar à estabelecida na siderurgia.

Através de vários decretos ao longo de 1991 e 1992, todas as participações acionárias do Estado nesses três setores, quer majoritárias ou minoritárias, foram sendo incluídas no PND. A ordem em que isto ocorreu levou em conta uma série de considerações, entre elas: a necessidade de deslanchar rapidamente o programa, evitando também um fracasso em seu início; a expectativa com relação às dificuldades a serem enfrentadas em cada caso, e ao tempo necessário para removê-las; e a aceitação das várias empresas pelo mercado.

Os consultores contratados para preparar as privatizações, especialmente nos setores petroquímico e de fertilizantes, foram orientados pela CDPND para, antes de mais nada, estudar qual a melhor sistemática para privatizá-las: se em conjunto, vendendo ações das *holdings*; ou alienando cada participação individualmente; ou alguma alternativa intermediária. Evidentemente, cada opção foi avaliada com relação ao atendimento dos objetivos do programa,

com especial cuidado no que se refere à criação de uma estrutura industrial competitiva e eficiente.

Partindo dessas avaliações e informada pelas recomendações dos consultores, a CDPND decidiu privatizar cada uma das siderúrgicas por vez, a começar pela Usiminas, ordenar as privatizações no setor petroquímico por pólos, começando pelo do Sul, mas vendendo cada empresa separadamente, e privatizar cada empresa do setor de fertilizantes individualmente.

Uma das principais considerações de ordem econômica a suportar essa estratégia é a hipótese de que as eventuais sinergias que porventura existam entre empresas, que justificariam uma privatização em conjunto, serão identificadas pelos investidores e poderão ser atingidas de forma autônoma após a privatização.

Além das empresas dos três setores principais, foram também incluídos logo no início do PND, uma série de outras empresas, sendo algumas delas casos de empreendimentos assumidos pelo BNDES, e também o Lloyd (transporte marítimo), a Embraer (fabricação de aeronaves) e a Cobra (computadores).

Convém lembrar que nessa sua primeira fase o PND deveria restringir suas incursões às empresas industriais. As empresas de serviços públicos ainda dependiam da aprovação e regulamentação de uma nova Lei para a Concessão de Serviços Públicos, cujo projeto do governo apresentado à Câmara dos Deputados foi concebido pela Comissão Diretora do PND.

Apesar disso, em 1992 foram incluídas no PND, e tiveram iniciados os trabalhos de licitação para contratação dos consultores, as duas empresas de distribuição (principalmente) de energia elétrica federais (Light e Escelsa) e a estatal que controla o transporte ferroviário (RFFSA), já dando início à segunda fase do programa, que enfatiza a desestatização das empresas de serviços públicos.

O total de empresas no PND em junho de 1993 chegou a 66, sendo 32 controladas direta ou indiretamente pelo governo federal e 34 participações minoritárias da Petroquisa e da Petrofértil em empresas privadas (vide Tabela 4.1).

#### **4.1.2 - Operações de Desestatização já Realizadas**

No âmbito do PND, até o final de 1992 passaram ao controle privado as participações acionárias do Estado em 18 empresas, quatro delas em 1991 e as restantes no ano seguinte. Todas as operações realizadas em 1991 e nove das de 1992 foram de privatização do controle de empresas estatais nos setores de siderurgia, metal-mecânico, petroquímico e de fertilizantes. Também em 1992 foram alienadas as participações acionárias minoritárias em três empresas do setor petroquímico e uma do setor de fertilizantes. Em 1993, até o mês

TABELA 4.1

## Companhias Incluídas no PND até Junho de 1993

| PETROQUÍMICA  |                           |                       |              |
|---|---------------------------|-----------------------|--------------|
| Copesul <sup>a</sup>  | PQU                       | Copene                | EDN          |
| Petroflex <sup>a</sup>  | CBE <sup>a</sup>          | FCC                   | Metanor      |
| Álcalis <sup>a</sup>  | Oxíteno                   | Acrinor               | Nitroclor    |
| Nitriflex <sup>a</sup>  | Polibrasil                | Ciquine               | Pronor       |
| Polisul <sup>a</sup>  | Políderivados             | CBP                   | Nitrocarbono |
| PPH <sup>a</sup>  | Poliolefinas <sup>a</sup> | CPC                   | CQR          |
| Triunfo   | Petrocoque                | Deten                 | Salgema      |
|   |                           | Polialden             | Alclor       |
|   |                           | Politeno              | Cinal        |
|   |                           | Polipropileno         | Coperbo      |
| SIDERURGIA  | FERTILIZANTES             | OUTROS                |              |
| Usiminas <sup>a</sup>   | Indag <sup>a</sup>        | Maferasa <sup>a</sup> | Embraer      |
| Piratini <sup>a</sup>   | Fosfértil <sup>a</sup>    | Usimec <sup>a</sup>   | Lloydbrás    |
| Cosinor <sup>a</sup>  | Goiásfértil <sup>a</sup>  | Celma <sup>a</sup>    | RFFSA        |
| CST <sup>a</sup>  | Ultrafértil <sup>a</sup>  | SNBP <sup>a</sup>     | AGEF         |
| Acesita <sup>a</sup>  | Arafértil                 | Franave <sup>b</sup>  | Valec        |
| CSN <sup>a</sup>  | Nitrofértil <sup>c</sup>  | Enasa <sup>b</sup>    | Cobra        |
| Cosipa  | ICC                       | Miner. Caraíba        | Light        |
| Açominas  | Petrofértil <sup>f</sup>  | Banco Meridional      | Escelsa      |
| Total de Empresas: 66. Estatais: 32. Participações Acionárias: 34 |                           |                       |              |

Fonte: BNDES, Gabinete da Desestatização.

<sup>a</sup> Empresas privatizadas ou desestatizadas até junho de 1993.

<sup>b</sup> Empresas em liquidação.

<sup>c</sup> Empresas a serem excluídas do PND.

de junho foi alienada outra participação em empresa petroquímica e privatizadas uma empresa siderúrgica e uma do setor de fertilizantes.

O total de operações de desestatização se eleva a 25, se consideradas as ações de outras empresas vendidas em conjunto com as privatizadas, nos leilões da Usiminas e Acesita. O valor total dos serviços contratados para os 27 processos de desestatização já encerrados ou em andamento atingiu o equivalente a US\$ 36 milhões, ou seja, cerca de 0,9% do patrimônio líquido total das empresas consideradas.

## Valor Arrecadado

As perspectivas iniciais do governo indicavam que o PND pudesse arrecadar cerca de US\$ 17 bilhões em sua primeira fase, a da alienação das empresas industriais. Contudo, como se viu após dois anos de privatizações, o potencial de redução da dívida pública foi, apesar de significativo, sensivelmente menor que as estimativas iniciais. Foram arrecadados até junho de 1993 US\$ 5,36 bilhões, computado o valor de face dos títulos de crédito recebidos em pagamento das ações depositadas no FND, considerando as operações de oferta pública, leilões de ações preferenciais e ordinárias e venda a empregados.

Desse total, 30,7% se referem às operações de 1991, 44,2% às de 1992 e 25,1% às realizadas em 1993 até junho, tendo-se distribuído entre as principais empresas privatizadas do seguinte modo: Usiminas — 27,9%, Petroflex — 4,3%, Copesul — 15,1%, CST — 6,5%, Fosfertil — 3,2%, Acesita — 9,1% e CSN — 19,7%.

Do total arrecadado, 97,2% foram nas vendas realizadas em leilão público através do Sem (Sistema Eletrônico de Negociação Nacional) das bolsas de valores e nele se conseguiu um ágio médio de 13,7% sobre o preço mínimo de venda estabelecido para as ações alienadas. O ágio nas operações de 1993 foi nulo, enquanto o das operações de 1992 e 1991 foi de 23,1 e 14,1%, respectivamente (vide Tabela 4.2). O restante foi obtido através das vendas aos empregados e nas ofertas a preço fixo.

## Moedas Utilizadas

Entre a promulgação da Lei 8.031/90 e a realização do primeiro leilão, em outubro de 1991, o governo federal despendeu enormes esforços no sentido de identificar e securitizar todas as dívidas vencidas que tinham co-obrigação do Tesouro Nacional, existentes nas empresas privatizáveis, naquelas que tiveram sua liquidação decretada, além de em outras entidades estatais. O total dessa dívida, que tem origem variada, como se vê na Tabela 4.3, alcança a casa dos US\$ 46 bilhões em meados de 1993.

As moedas mais utilizadas na aquisição de ações no âmbito do PND até maio de 1993 foram as seguintes: Certificados de Privatização (24,2%), dívidas securitizadas da União (29,6%), debêntures da Siderbrás (17,5%), Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (11,5%), Títulos da Dívida Agrária (8,3%) e Letras Hipotecárias da CEF (5,3%). As dívidas securitizadas da União constituíram-se preponderantemente (83,4%) de dívidas vencidas da Siderbrás renegociadas e assumidas pela União, no seu papel de sucessora daquela empresa.

O saldo de moedas domésticas securitizadas no sistema Cetip para as próximas operações se concentra principalmente em debêntures e dívidas

TABELA 4.2

**Resultado dos Leilões da Venda de Ações das Empresas Desestatizadas**

| EMPRESA                   | DATA DO LEILÃO | VALOR DE VENDA            | VALOR MÍNIMO DO LEILÃO    | ACRÉSCIMO S/PREÇO MÍNIMO |
|---------------------------|----------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------|
|                           |                | US\$ MILHÕES <sup>a</sup> | US\$ MILHÕES <sup>a</sup> | (%)                      |
| 1. Usiminas               |                |                           |                           |                          |
| Leilão Ordinárias         | 24.10.91       | 1.112,4                   | 973,5                     | 14,3                     |
| Leilão Pref. <sup>b</sup> | 18.11.91       | 264,3                     | 264,3                     | 0,0                      |
| 2. Celma                  | 01.11.91       | 90,7                      | 72,5                      | 25,1                     |
| 3. Mafersa                | 11.11.91       | 48,4                      | 18,5                      | 161,6                    |
| 4. Cosinor                | 14.11.91       | 13,6                      | 12,0                      | 13,3                     |
| 5. SNBP                   | 14.01.92       | 12,0                      | 7,8                       | 53,8                     |
| 6. Indag                  | 04.02.92       | 6,8                       | 6,8                       | 0,0                      |
| 7. Piratini               | 14.02.92       | 106,2                     | 42,0                      | 152,9                    |
| 8. Petroflex              | 10.04.92       | 215,6                     | 178,6                     | 20,7                     |
| 9. Copesul                | 15.05.92       | 797,1                     | 617,1                     | 29,2                     |
| 10. CNA <sup>c</sup>      | 15.07.92       | 78,9                      | 78,9                      | 0,0                      |
| 11. CST - 1º Leilão       | 16.07.92       | 295,4                     | 295,4                     | 0,0                      |
| 2º Leilão                 | 23.07.92       | 36,9                      | 36,9                      | 0,0                      |
| 12. Nitriflex             | 06.08.92       | 26,2                      | 26,2                      | 0,0                      |
| 13. Fosfertil             | 12.08.92       | 177,1                     | 139,3                     | 27,1                     |
| 14. Polisul               | 11.09.92       | 56,8                      | 56,8                      | 0,0                      |
| 15. PPH                   |                |                           |                           |                          |
| Leilão Ordinárias         | 29.09.92       | 40,8                      | 25,1                      | 62,5                     |
| Leilão Pref.              | 12.11.92       | 18,6                      | 18,6                      | 0,0                      |
| 16. Goiasfertil           | 08.10.92       | 12,7                      | 12,7                      | 0,0                      |
| 17. Acesita               | 23.10.92       | 450,3                     | 347,7                     | 29,5                     |
| 18. CBE                   | 03.12.92       | 10,9                      | 10,9                      | 0,0                      |
| 19. Poliolefinas          | 19.03.93       | 87,5                      | 87,5                      | 0,0                      |
| 20. CSN                   | 02.04.93       | 1.056,6                   | 1.056,6                   | 0,0                      |
| 21. Ultrafertil           | 18.06.93       | 199,3                     | 199,3                     | 0,0                      |
| Total                     |                | 5.215,1                   | 4.585,0                   | 13,7                     |
| Subtotal 91               |                | 1.529,4                   | 1.340,8                   | 14,1                     |
| Subtotal 92               |                | 2.330,3                   | 1.893,0                   | 23,1                     |
| Subtotal 93               |                | 1.343,4                   | 1.343,4                   | 0,0                      |

<sup>a</sup>Valores em dólares norte-americanos convertidos pela cotação cambial de venda no dia da liquidação financeira de cada operação.

<sup>b</sup>Valor correspondente a 64% das ações ofertadas.

<sup>c</sup>O valor inclui a parcela financiada (41%) do pagamento de aquisição das ações da CNA.

TABELA 4.3

**Volume Emitido e o Saldo de Moedas de Privatização  
Sistema Securitizar-Cetip: Posição em 24-5-1993**

(Em US\$ milhões)

| TÍTULO                          | SECURITIZADO | UTILIZADO | SALDO    |
|---------------------------------|--------------|-----------|----------|
| Debêntures Siderbrás            | 2.819,0      | 834,5     | 1.475,7  |
| Dívidas da Siderbrás            | 2.128,0      | 1.293,5   | 834,5    |
| Letras Hipotecárias—CEF         | 922,0        | 233,9     | 688,1    |
| Certificados de Privatização    | 884,0        | 799,1     | 104,9    |
| Obrigações do FND               | 642,0        | 416,4     | 225,6    |
| TDA <sup>a</sup>                | 636,0        | 354,8     | 281,2    |
| Créditos Judiciais <sup>b</sup> | 244,0        | 149,6     | 94,4     |
| Outras Dívidas <sup>c</sup>     | 211,0        | 173,7     | 37,3     |
| Subtotal                        | 8.486,0      | 4.255,5   | 3.741,7  |
| Dívida Externa                  | 37.612,0     | —         | 37.612,0 |
| Total                           | 46.098,0     | 4.255,5   | 41.353,7 |

<sup>a</sup>Constitui-se principalmente de TDA vencidos, mas inclui também os vencidos e os bônus de TDA, cujos valores securitizados são, respectivamente, US\$ 528 milhões, US\$ 89 milhões e US\$ 19 milhões.

<sup>b</sup>Inclui créditos contra o antigo IAA, contra o BNCC e diversos créditos de exportadores, cujos valores securitizados são, respectivamente, US\$ 96 milhões, US\$ 9 milhões e US\$ 9 milhões.

<sup>c</sup>Inclui dívidas da Nuclebrás, Portobrás, Sotave e Sunamam, cujos valores securitizados são, respectivamente, US\$ 37 milhões, US\$ 53 milhões, US\$ 35 milhões e US\$ 86 milhões.

securitizadas da Siderbrás, e letras hipotecárias da CEF. Ele monta a apenas US\$ 3.741,7 milhões, valor relativamente modesto, se comparado com o porte e valor esperado das empresas já incluídas no PND e ainda não privatizadas. Em consequência, tornam-se fundamentais para a manutenção da sistemática de pagamento adotada no PND a criação de novas moedas de privatização e a atração do capital externo, detentor de um estoque de US\$ 37 bilhões de créditos externos, cuja utilização foi até agora irrisória.

## Principais Investidores

Há que comentar a participação no PND de alguns tipos de investidores: os fundos de previdência privada, principalmente de empresas estatais, despenderam cerca de US\$ 850 milhões; outras empresas estatais, aproximadamente US\$ 260 milhões, o capital estrangeiro cerca de US\$ 200 milhões; e os empregados aproximadamente US\$ 78 milhões. Esses valores correspondem respectivamente a 16,5, 5, 3,9 e 1,5% do total arrecadado no programa até agora.

A participação estatal se refere, preponderantemente, aos investimentos da Cia. Vale do Rio Doce (CVRD) na aquisição de ações de empresas do setor siderúrgico: Usiminas, CST e CSN. Segundo a administração da empresa à época, eles encontram sua lógica nas sinergias operacionais e estratégicas — ligadas ao fornecimento de minério, transporte ferroviário interno e transporte marítimo para o exterior — daquelas empresas privatizadas com a CVRD.

Através dos editais de privatização das empresas, o BNDES ofereceu vender a prazo para compradores qualificados, e com a interveniência de sua rede de agentes financeiros, créditos de sua carteira de títulos securitizados. As condições para pagamento no prazo de 12 anos do valor de face do título foram correção monetária integral mais juros de 6% ao ano. Essa iniciativa criou um parâmetro para negociação de moedas de privatização em um mercado extremamente ativo, em que os detentores dos créditos contra o governo os cederam aos investidores interessados em participar do leilão, originando efetivamente um mecanismo para financiar as operações do PND.

## **4.2 - Principais Obstáculos ao Andamento no PND**

Esta seção discute os principais obstáculos enfrentados pelo PND até agora, que são reunidos em dois grandes grupos: aqueles ligados às limitações impostas pela estrutura formal do PND e aqueles ligados à resistência burocrática e política ao seu desenvolvimento.

### **4.2.1 - Ritual Estabelecido pela Lei: Segurança *versus* Velocidade**

O arcabouço formal bastante rígido do PND gerou, inadvertidamente, o inconveniente de não ter permitido à Comissão Diretora e ao gestor (o BNDES) imprimir uma velocidade maior ao Programa nos seus primeiros 28 meses de operação. O ritmo de realização dos leilões foi muitas vezes criticado na imprensa como lento, mas foi, sem dúvida, o mais rápido possível, consideradas as limitações legais e institucionais, e os problemas encontrados nas empresas a privatizar.

Sem dúvida alguma, o formalismo processual contribuiu, de maneira inequívoca, para conferir aos processos de desestatização a transparência e lisura, além de garantir a melhor fundamentação técnica, necessárias aos procedimentos do PND. Esse zelo tem se mostrado bastante apropriado quando avaliado à luz dos problemas encontrados em outras experiências internacionais de desestatização como, por exemplo, as dificuldades surgidas no pagamento das ações da Aerolíneas Argentinas, que só se efetivou com um ano de atraso com relação à data contratual.

Por outro lado, como discutiremos na Subseção 4.2.3, essa preocupação com a regulamentação do PND não foi suficiente para evitar a avalanche de ações judiciais que foram interpostas contra os vários processos de desestatização. Esses questionamentos ocorreram na maior parte das vezes por motivação política e falharam porque a estrutura do PND lhe confere um aparato inviolável, do ponto de vista jurídico, como pode ser observado pelos repetidos sucessos na cassação dessas medidas impeditivas à realização dos leilões.

## **4.2.2 - Ajustes Prévios e a Resistência Burocrática**

O procedimento de preparação de venda de uma empresa envolve, na maioria das vezes, a adoção de uma série de medidas com o objetivo de torná-la mais atraente aos compradores ou, muitas vezes, a implementação de ajustes necessários para a sua reestruturação e, ou, reorganização, como forma de viabilizar a sua alienação.

### **Saneamento Financeiro**

O processo de privatização brasileiro deparou-se com a necessidade de implementar algumas reorganizações anteriores aos leilões de venda de ações. Entre os principais ajustes requeridos verificou-se, em alguns casos, a necessidade de reorganização financeira com o objetivo único de assegurar a sobrevivência futura da empresa a ser privatizada. Lembramos que até então as empresas estatais não podiam ter sua falência decretada, o que permitia que muitas delas continuassem operando em uma situação de absoluta insolvência.

A capitalização de uma empresa às vésperas de seu leilão é fortemente criticada, principalmente quando o montante da capitalização é superior ao preço mínimo de venda. Lembramos, contudo, que nenhuma das capitalizações ocorridas no PND, até agora, exigiu o aporte de recursos adicionais, tendo todas elas se efetivado com a transformação em capital de dívidas já contraídas pela estatal, sempre com o aval direto ou indireto da União.

Trata-se, portanto, de uma operação contábil com o objetivo de melhorar a relação entre o capital próprio e o de terceiros na empresa, reduzindo-se as incertezas quanto ao desenvolvimento da companhia, com reflexos positivos imediatos na atratividade e, portanto, no preço da mesma.

### **Acordos de Acionistas**

Outro fator que demandou longas negociações com os sócios privados — estrangeiros ou nacionais — foi a existência nas empresas a desestatizar de acordos de acionistas que, no caso de alienação das ações do sócio estatal,

vedavam ou limitavam a alienação a terceiros que não os acionistas da empresa.

Muitos desses acordos, em especial aqueles existentes no setor petroquímico, conferiam aos sócios privados direitos de preferência na aquisição das ações em poder, direto ou indireto, da União, inviabilizando a realização de leilões competitivos. A alteração ou aditamento dessas disposições tornou-se necessária como forma de aumentar a atratividade das ações alienadas pelo PND.

Basicamente, através de negociações com os sócios privados, esses acordos foram alterados no sentido de reduzir ou eliminar o prazo de exercício do direito de preferência e de adequá-los às exigências da Lei 8.031/90, que limita a participação de investidores estrangeiros ao máximo de 40% do capital votante de uma companhia a ser privatizada.

## Outros Ajustes

Alguns exemplos dos outros problemas enfrentados na preparação para a venda de uma empresa estatal são, por exemplo, uma série de ajustes nos estatutos da empresa a ser privatizada, necessários para adequá-los à sua futura situação de empresa privada. Faz-se também necessário estabelecer contratos de longo prazo para o fornecimento futuro de produtos e serviços entre empresas a serem privatizadas e empresas que, pelo menos por ora, permanecem estatais, assim como eliminar privilégios concedidos às empresas, enquanto estatais, e que não fariam sentido se estendidos a uma empresa privada.

## Resistências à Implementação dos Ajustes

Apesar de caber ao BNDES coordenar a implementação dos ajustes prévios necessários à desestatização, para isto é necessária a estreita colaboração de outros órgãos do Governo Federal, além, é claro, da administração das estatais incluídas no programa. Nessa etapa do processo podem surgir, em algumas situações, resistências à privatização, a exemplo do que ocorreu em várias partes do mundo.

Nesse caso, a discussão sobre a oportunidade e conveniência das providências solicitadas ou recomendadas pela CDPND acaba inserida em um debate de cunho eminentemente político, muitas vezes com o único objetivo de preservação do *status quo* estatal das empresas ou do setor. São exemplos dessa atitude contrária à desestatização a resistência explícita da direção, e de partes da administração do Sistema Petrobrás, ao avanço da privatização no setor de fertilizantes e à alienação das participações acionárias da Petroquisa. São exemplos da atitude oposta, construtiva, a estreita colaboração que a privatização da siderurgia estatal recebeu da Secretaria de Minas e Meta-

lurgia e da direção das estatais do setor, e o apoio que a privatização da Celma recebeu do Ministério da Aeronáutica.

Essa aversão a mudanças e à liberalização da economia, que atinge partes da tecnoburocracia estatal, não se manifesta apenas contra a desestatização, mas surge também quando se trata da contenção de gastos correntes, ou redução de investimentos das estatais, e vem dificultando, sem dúvida, os esforços para controle do setor público e da gestão dessas empresas. Sua própria existência passa a ser um bom argumento em favor da desestatização.

Os argumentos utilizados para justificar essa resistência geralmente se concentram em aspectos acessórios da fundamentação da necessidade das providências e vêm muitas vezes calcados em colocações de caráter aparentemente técnico. Eles acabam por desviar as discussões do cerne da questão, que é o papel do Estado na economia, e seu objetivo principal é, geralmente, apenas tentar interromper ou retardar a privatização.

## Resistências Políticas à Privatização

A classe política, muitas vezes, apresenta também demandas que podem dificultar ou inviabilizar o processo de privatização, pois se referem normalmente à inclusão de diversas obrigações a serem assumidas pelos futuros compradores das empresas. As principais preocupações referem-se à necessidade de assegurar a continuidade operacional da empresa, evitar a migração do controle decisório para outros estados da Federação, ou a obrigatoriedade de realização de novos investimentos, independentemente da evolução da economia como um todo, ou do mercado de atuação daquela determinada empresa.

Nas privatizações realizadas até 1992, evitou-se a inclusão, nas condições de venda, de compromissos específicos de investimentos, ou com a estabilidade do corpo funcional, de modo análogo ao que se tem observado na experiência internacional, na qual se tem procurado deixar à empresa privatizada o máximo de flexibilidade de atuação. Isso evitou a depreciação do valor de venda dessas empresas, que fatalmente teria ocorrido se tivessem sido impostas restrições desse tipo à condução da empresa privatizada.

Contudo, o argumento utilizado com mais intensidade, e que tem o maior apelo junto à opinião pública, é o da subavaliação do preço de venda de uma estatal. Como a determinação do preço de venda, baseado no valor presente dos resultados futuros, envolve aspectos técnicos inacessíveis ao grande público, desrespeita-se a racionalidade, com bastante frequência, ao comparar o preço de venda com o patrimônio líquido, com o valor dos ativos ou com o custo de reposição daqueles mesmos ativos, ou mesmo com o montante de recursos investidos naquela empresa, independentemente da qualidade desses ativos e de sua capacidade de gerar resultados. Os detratores da desestatização evitam questionar, por exemplo, se as decisões passadas de investimento

basearam-se em detalhados estudos prévios de viabilidade, providência que poderia, em muitos casos, ter evitado os enormes desvios de objetivos encontrados em algumas empresas estatais.

### 4.2.3 - As Ações Judiciais

Ao longo de todo o processo de desestatização, a CDPND viu-se às voltas com ações judiciais interpostas na Justiça pelos mais diversos agentes da sociedade, visando barrar a realização dos atos contidos nos editais de venda.

Invariavelmente essas ações eram interpostas às vésperas dos leilões de privatização, caracterizando o interesse espúrio dos impetrantes, cujo único objetivo era o de impedir a realização dos leilões valendo-se de subterfúgios jurídicos, evitando a análise do mérito das alegações contidas nessas ações.

Ao longo de 1991 e 1992, foram interpostos cerca de 90 procedimentos judiciais contra os processos de desestatização, a maior parte representada por medidas cautelares. O teor dessas cautelares, apesar do seu número elevado, sempre girou em torno de questionamentos relativos à utilização de meios de pagamentos supostamente não autorizados (créditos contra a União), a subavaliação do preço mínimo da empresa a ser privatizada, a existência de “ilegalidades” no edital de venda ou, entre outras, o questionamento da legalidade do procedimento de venda de ações aos empregados das empresas.

O conteúdo de algumas dessas medidas, em especial as ações populares, era repetido nas diversas privatizações, muitas vezes substituindo-se apenas o nome da empresa a ser privatizada.

À medida que o PND deslançava, mais detalhistas se tornavam esses recursos, tendo sido inclusive, algumas vezes, interpostos até mesmo após o leilão, buscando impedir a transferência das ações ou a liquidação financeira do mesmo.

A motivação ideológica, sem dúvida, foi o principal incentivador dessas ações, aliada ao corporativismo presente em algumas das grandes corporações públicas. O tamanho relativo ou a importância econômica da empresa, que esperávamos ser um importante indicador da intensidade das resistências à privatização, não se mostrou um fator determinante do número de recursos jurídicos impetrados. A Cia. Nacional de Álcalis, com um faturamento anual de US\$ 43 milhões, foi a líder das estatísticas, seguida pela Usiminas, com faturamento anual de US\$ 1 bilhão, com 26 e 19 recursos interpostos, respectivamente.

## 4.3 - Resultados Econômicos do PND

Nesta seção procuraremos abordar os principais resultados econômico-financeiros para os agentes econômicos envolvidos diretamente com o progra-

ma de desestatização: para a União, alienante das ações, para os investidores e para as empresas desestatizadas. Além disso, apontaremos alguns resultados positivos à economia como um todo paralelamente alcançados pela desestatização como, por exemplo, a redução do esforço financeiro exigido para a manutenção da atualização tecnológica das estatais, o saneamento financeiro entre empresas públicas, uma melhor distribuição da propriedade dos ativos produtivos, uma maior concorrência entre as ex-estatais etc.

### 4.3.1 - Retorno Econômico para os Investidores

Decorridos pouco mais de 18 meses da realização do primeiro leilão de desestatização, o da venda das ações da Usiminas, já podemos avaliar o retorno do investimento em ações de empresas privatizadas, ainda que de forma parcial.

Os resultados aqui apresentados devem ser interpretados lembrando que as decisões de investimento em ações dessas empresas se basearam em premissas e perspectivas de longo prazo, cuja realização ainda é cedo para avaliar, em razão do curto período transcorrido desde o início do PND. Eles porém são indicativos, apesar de preliminares.

Na Tabela 4.4 apresentamos as cotações recentes (maio de 1993) nas bolsas de valores do país das ações de empresas privatizadas, comparando-as com os valores alcançados nos leilões de privatização. Para assegurar consistência às conclusões, iremos nos limitar às empresas, e respectivas classes de ações, que tenham uma liquidez mínima nas bolsas de valores, o que reduz a análise aos casos da Usiminas e Petroflex, aos quais passamos a seguir.

TABELA 4.4  
**Cotação das Ações de Empresas Privatizadas**  
(Em US\$)

| EMPRESA   | CLASSE DE AÇÃO | DATA DA VENDA         | PREÇO DE VENDA | COTAÇÃO 25-5-93 | VARIAÇÃO (%) |
|-----------|----------------|-----------------------|----------------|-----------------|--------------|
| Usiminas  | ON             | 30/10/91 <sup>a</sup> | 1,32           | N.N.            | -            |
|           | PN             | 22/11/91 <sup>b</sup> | 0,70           | 0,58            | -17,2        |
| Petroflex | ON             | 15/04/92 <sup>c</sup> | 0,65           | 0,12            | -81,9        |
|           | ON             | 05/06/92 <sup>d</sup> | 0,30           | 0,12            | -60,8        |

<sup>a</sup>Liquidação financeira do leilão de ações ordinárias.

<sup>b</sup>Liquidação financeira do leilão de preferenciais.

<sup>c</sup>Liquidação financeira do leilão de ordinárias.

<sup>d</sup>Liquidação financeira da oferta a preço fixo.

N.N. = não houve negociação.

A venda da participação estatal na Usiminas gerou uma receita de US\$ 1.491,1 milhões e ocorreu em várias etapas. No leilão de 24 de outubro de 1991 ocorreu a disputa pelo controle acionário, o que permitiu que o governo obtivesse um ágio de 14,3% em relação ao preço mínimo estabelecido. Em novembro do mesmo ano foi realizado um novo leilão, dessa vez somente de ações preferenciais, a um novo preço mínimo (mais baixo), quando foi alienado perto de 16,7% do capital total da empresa.

Ao mesmo tempo vendia-se cerca de 6% do capital total, em ações preferenciais, ao público, através de uma oferta a preço fixo, além de aproximadamente 10% do capital em ações ordinárias e preferenciais, aos empregados, a um preço fixo correspondente a 30% do preço mínimo estabelecido para as ações ordinárias.

Na Tabela 4.4 podemos ver o resultado dos leilões de ações ordinárias e de preferenciais, assim como a cotação recente da ação preferencial da Usiminas, que é a quinta ação mais negociada nas bolsas de valores. A cotação da ação ordinária é omitida porque ela é muito pouco negociada.

Para calcular a taxa de retorno do investimento nessas ações vamos admitir que os investidores tenham valorizado seus ativos, utilizados para a aquisição das ações, em 55% do seu valor de face. O deságio de 45% resulta da comparação do valor presente do financiamento para a aquisição das ações no leilão, quando utilizada a taxa de desconto de 15% a.a., com o valor de face do título utilizado no leilão de privatização. Esse investimento teria permitido uma rentabilidade positiva de 50% reais, acima da correção cambial, nesse período. No entanto, se esses investidores houvessem adquirido ações ordinárias, representativas do controle acionário, e se essas estivessem cotadas ao mesmo valor das ações preferenciais, eles teriam constatado a ocorrência de uma perda de 20,1% em termos reais ( $0,58/(1,32 * 0,55)$ ).

Os resultados, portanto, para os acionistas da Usiminas ordinários e preferencialistas, são bastante diferentes. Esta diferença se explica, em parte, pelo critério de fixação do preço mínimo e da mecânica dos leilões. No leilão de ações ordinárias houve uma disputa acirrada, que majorou o preço mínimo em cerca de 14%. No leilão de preferenciais e na oferta a preço fixo, apesar do preço mínimo ser inferior ao do primeiro leilão, que representava o controle da companhia, houve pouco interesse dos investidores resultando, inclusive, em um saldo (sobra) de aproximadamente 16% do capital total da empresa, em ações preferenciais, que deverá ser futuramente ofertado ao público.

Os resultados observados para os investidores em ações da Petroflex, outra empresa que, com a privatização, passou a ter suas ações cotadas em bolsa, são bastante desfavoráveis. Apenas os investidores que se utilizaram do financiamento oferecido pelo BNDES para a aquisição das ações, na oferta a preço fixo, minoraram suas perdas, perto de 27% em termos reais.

A avaliação dos benefícios do PND para os acionistas das empresas privatizadas não deve, entretanto, ater-se apenas à análise das cotações das suas ações, pois a privatização também trouxe outras vantagens paralelas. A principal delas é que, a partir do momento em que suas ações são cotadas em bolsas de valores, advém a obrigatoriedade da administração das empresas de fazer publicar informações regulares sobre os resultados da companhia, assim como quaisquer fatos relevantes que afetem o seu desempenho. Tornou-se praxe, também, ter os balanços auditados por uma empresa de auditoria de renome, o que confere aos mesmos maior confiabilidade.

### 4.3.2 - Retorno Econômico para a União

Como já mencionamos, um dos principais objetivos do programa de desestatização é o de contribuir para a redução da dívida pública. O PND, apesar de não ter ainda alcançado as metas iniciais de arrecadação, já produziu, sem dúvida, resultados bastante satisfatórios, tendo em vista as limitações constitucionais existentes à privatização das atividades de exploração e refino de petróleo e de telecomunicações, segmentos que lideram os interesses dos investidores em nível mundial e possuem, no Brasil, magnitude suficiente para alcançar as referidas metas.

Nesta seção gostaríamos de chamar a atenção para resultados alcançados pelo PND que vão além da simples contabilização do montante arrecadado nos leilões. Eles são apresentados na Tabela 4.5, que contabiliza esses ganhos adicionais acumulados até junho de 1993.

A alienação das ações é o item que mais contribuiu para os resultados do PND, com cerca de US\$ 5,36 bilhões. A transferência das ações para investidores privados significa, também, que, ao adquirir os direitos de administrar e auferir os resultados das companhias privatizadas, esses investidores também passarão a ser os responsáveis pelos seus passivos, que deixam de ter o aval, direto ou indireto, da União. Esses passivos financeiros alcançavam aproximadamente US\$ 3,61 bilhões nas empresas já privatizadas.

TABELA 4.5  
**Resultados Econômicos do PND até Junho de 1993**  
(Em US\$ milhões)

|   |         |
|---|---------|
| Alienação de Ações                        | 5.357,5 |
| Redução do Exigível das Estatais          | 3.613,6 |
| Economia de Juros                         | 172,1   |
| Potencial das Participações Remanescentes | 680,5   |
| Total                                     | 9.823,7 |

Outro item também relevante é a economia de juros decorrente do aceite de créditos contra a União no pagamento das ações. Considerando que esses títulos pagam juros reais de no mínimo 6% a.a. e admitindo um custo de oportunidade de 16% a.a. para os cruzeiros utilizados nas privatizações, pode-se calcular que o Tesouro deixou de despende cerca de US\$ 172,1 milhões com o pagamento de juros, entre outubro de 1991 e junho de 1993, referentes às moedas de privatização que foram recebidas diretamente pela União no PND.

Finalmente, existe um potencial de arrecadação adicional de US\$ 680,5 milhões, representados pelas ações de empresas já privatizadas que permanecem em poder da União, seja devido à insuficiência de demanda, como nos casos da Usiminas e CSN, por bloqueios judiciais, como em Copesul, seja por suspensão dos leilões, como nos casos da Franave, Arafertil e Petrocoque.

Esses quatro itens totalizam US\$ 9.823,7 bilhões, valor correspondente a 95% do patrimônio líquido, ou 78% dos aportes de capital da União na história das empresas estatais já privatizadas, já deduzidos os dividendos recebidos.

Além dos itens descritos acima, há uma série de outros fatores decorrentes da privatização e favoráveis às finanças da União que, por serem de difícil mensuração, serão abordados apenas qualitativamente neste trabalho.

O primeiro deles trata da obrigação de as empresas estatais cobrirem os déficits das entidades de previdência privada de seus funcionários. No caso da CSN, por exemplo, foi identificada uma insuficiência nas reservas atuariais do fundo de pensão de seus empregados (CBS) de US\$ 48,5 milhões, correspondente a cerca de 20% de sua carteira de investimentos. Na Usiminas, a identificação de insuficiência de reservas técnicas da Caixa dos Empregados obrigou à elevação da contribuição dos empregados e dos patrocinadores, tendo a empresa passado a contribuir, a partir de 1991, com o equivalente a 8,25% da folha de pagamentos, percentual bem superior aos 5,13% vigentes até aquela data.

Com a privatização espera-se, também, que seja reduzida a inadimplência cruzada entre empresas estatais e entre estas e os estados, municípios ou com os bancos estaduais e federais.

De acordo com dados preliminares do Departamento de Controle das Empresas Estatais, Dest, do Ministério do Planejamento, um conjunto de 163 estatais possuía, em 1992, um endividamento financeiro total da ordem de US\$ 87 bilhões. Desse montante, aproximadamente US\$ 17 bilhões encontravam-se vencidos, sendo US\$ 2,4 bilhões junto a outras estatais e US\$ 1,02 bilhão junto ao Tesouro Nacional.

O processo de privatização dessas empresas exige que, durante a fase de preparação para a venda, essas dívidas vencidas sejam equacionadas, dentro da realidade econômico-financeira da empresa, restaurando os fluxos de pagamentos aos seus credores, sejam eles entidades dos governos federais,

estaduais ou municipais, assim como com fornecedores ou com o sistema financeiro. Interrompe-se, com a privatização, o jogo do faz-de-conta em que as estatais não pagam suas dívidas nem exigem o pagamento de seus devedores, com a conta final dessa ineficiência sendo paga pelos contribuintes, através da elevação dos impostos, pelos consumidores, através do aumento das tarifas, ou pela população em geral, via o imposto inflacionário ou a queda na qualidade dos serviços.

Os dados do Dest revelam também que, em 1991, as 163 estatais, que possuíam um patrimônio líquido da ordem de US\$ 83,24 bilhões, apresentaram um resultado negativo de US\$ 94 milhões. Os principais resultados negativos, que totalizados alcançavam US\$ 1,7 bilhão, foram gerados pela Rede Ferroviária Federal, Petrobrás, Cosipa, Telebrás e Docas do Rio de Janeiro.

Com a exaustão dos recursos orçamentários disponíveis para investimentos nas estatais, estas passaram a conviver com maiores desafios à manutenção de sua atualização tecnológica e operacional. Os investimentos nas estatais passaram a disputar com os gastos de natureza social, tipicamente de estado, os cada vez mais escassos recursos do orçamento da União.

Citando o exemplo da siderurgia, investiu-se nas siderúrgicas estatais nos últimos 10 anos o montante equivalente a US\$ 12,34 bilhões, ao passo que no mesmo período elas recolheram aos cofres da União o equivalente a US\$ 183,3 milhões em dividendos, 1,43% do que foi investido apenas naquele período.

### **4.3.3 - Benefícios para as Empresas Privatizadas**

Apesar do curto espaço de tempo decorrido do início do PND, a exemplo do que ocorreu em outros países, algumas das empresas privatizadas já apresentam sensíveis melhorias em seu desempenho operacional e econômico-financeiro.

Para a administração da Usiminas, a primeira empresa a ser privatizada, o principal ganho foi a independência estratégica, que permitirá à empresa auferir lucros com novas oportunidades em negócios afins à siderurgia. Aumentou-se a racionalidade em sua organização administrativa, com a redução do número de níveis hierárquicos e a adoção de um modelo de gestão mais ágil, o que reduziu custos de modo expressivo. Além dos ganhos para a eficiência da empresa, isso também permitiu que se encontrasse uma rota para a viabilização econômica da Usiminas Mecânica S.A., absorvida pela Usiminas durante a sua privatização, cujas perspectivas eram anteriormente sombrias.

Vantagens da privatização similares àquelas identificadas para a Usiminas foram também apontadas em várias outras empresas. Para a Celma, uma indústria especializada no reparo de motores e peças aeronáuticas, para a

Copesul, uma central petroquímica, para a Fosfertil, uma indústria de fertilizantes, para a Petroflex, uma petroquímica, e para a Acesita, uma siderúrgica, a racionalização dos serviços administrativos e industriais é apontada como um dos principais fatores que permitem antever a obtenção de resultados bem mais favoráveis após as suas privatizações.

A Acesita, sete meses após ser privatizada, registrou o retorno aos lucros. A empresa, livre das amarras que lhe eram impostas, pela sua condição de estatal captou recentemente cerca de US\$ 100 milhões no mercado de capitais, com a emissão de debêntures conversíveis em ações, alongando o perfil de sua dívida e reduzindo o seu custo financeiro. Isso traduz a confiança do mercado financeiro na recuperação de sua rentabilidade.

Para a maioria das ex-estatais que já apresentam resultados positivos, vem sendo adotada uma nova política de dividendos, que deverão ser pagos a partir dos balancetes intermediários, remunerando adequadamente os seus acionistas, aumentando assim a atratividade de suas ações nas bolsas de valores.

#### 4.3.4 - Benefícios para a Estrutura Industrial

Durante a execução do PND tem existido a preocupação constante com a possibilidade de que a estrutura industrial do país, especialmente nos setores em que a presença estatal é dominante, resulte indesejavelmente concentrada após a privatização das empresas estatais. Essa preocupação refere-se não apenas à concentração do poder de mercado em alguma empresa, ou grupo de empresas, mas ocorre também com relação à concentração do controle do capital das empresas de um setor nas mãos de um único grupo econômico.

O primeiro desses efeitos foi evitado com a decisão de fazer a privatização individual das principais empresas nesses setores, em vez das *holdings* estatais setoriais. Evitar a concentração industrial não foi, certamente, a única razão para esta decisão, mas o efeito sob aquela ótica é altamente positivo. Com ela se evitou que o controle de grande parcela da produção nacional dos setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes ficasse nas mãos de uma única empresa privatizada.

Em consequência da estratégia adotada, a concorrência entre as empresas desses setores surgirá com a busca da maximização dos resultados para os seus acionistas. Isso ocorre porque nos leilões já realizados predominaram, como os novos acionistas dessas empresas, instituições financeiras, entidades de previdência privada, grupos industriais privados e algumas estatais (CVRD e Petroquisa). Com a consolidação de uma administração compartilhada entre esses diversos grupos empresariais e devido à diversidade de seus interesses, serão reforçados os objetivos empresariais na atuação das administrações das empresas privatizadas, o que deverá favorecer o comportamento competitivo dessas empresas.

A segunda preocupação se refere à concentração do controle do capital das empresas privatizadas. Para avaliar essa possibilidade, analisaremos aqui a alteração dos índices de concentração do capital nos setores prioritários do PND até agora, que foram os setores fertilizantes, petroquímicos básicos e aços semi-acabados e planos.

Pode-se obter uma medida indireta da concentração do capital dividindo o faturamento das empresas entre os seus principais acionistas e medindo os índices de concentração setorial com relação à participação desses grupos no faturamento do setor. Os resultados desse exercício são mostrados na Tabela 4.6, na qual os índices CR4 e CR8 medem, respectivamente, a percentagem do faturamento setorial controlado pelos quatro e oito maiores acionistas de empresas no setor. Esse procedimento é adequado porque no processo de privatização ocorre apenas a transferência da propriedade das empresas estatais, sem a criação de capacidade produtiva adicional.

No setor de fertilizantes foram privatizadas, até o momento, três empresas. A Fosfértil foi adquirida por um consórcio constituído por um grande número de empresas do setor, produtoras de aços semi-acabados integradas — em um processo de verticalização de cadeia produtiva — e instituições financeiras. Posteriormente, a Fosfértil, já privatizada, adquiriu a Goiasfértil e, mais recentemente, a Ultrafértil. Foi também alienada a participação minoritária da Petrofértil na Indag. Comparando os diversos índices de concentração do capital antes e depois das privatizações, verifica-se que não houve aumento da concentração do capital no setor. O número elevado de empresas nessa atividade garante a permanente concorrência entre elas.

A competição no setor é também favorecida pelas reduções recentes das alíquotas de importação, o que permitiu que aproximadamente 40,2% das matérias-primas fosfatadas consumidas no país atualmente sejam importados. A comparação com 1989, quando importações representavam apenas 8,9% da demanda interna, mostra a mudança dramática no ambiente competitivo.

A desconcentração industrial mais evidente ocorreu na siderurgia de aços planos comuns e semi-acabados, com a privatização da Usiminas, CST e

TABELA 4.6

**Índices de Concentração da Propriedade do Capital**

| SITUAÇÃO | ADUBOS E FERTILIZANTES |         |         | AÇOS PLANOS |         |         |
|----------|------------------------|---------|---------|-------------|---------|---------|
|          | N. FIRMAS              | Cr4 (%) | Cr8 (%) | N. FIRMAS   | Cr4 (%) | Cr8 (%) |
| Antes    | 51                     | 34,5    | 19,0    | 6           | 91,6    | 8,4     |
| Depois   | 51                     | 33,0    | 20,6    | 6           | 22,5    | 9,4     |

CSN, que representam cerca de 71 % do faturamento do setor. A continuidade da privatização, chegando à Cosipa e à Açominas, deverá elevar ainda mais a concorrência no setor. Aqui também o ambiente competitivo entre as empresas é favorecido pelas condições do mercado externo, seja pela competição das importações, seja nas exportações, devido à competição pela colocação do excedente de produção das empresas do setor no exterior.

A introdução de um número significativo de novos acionistas nesse segmento, principalmente instituições financeiras, entidades de previdência, clubes de investimentos dos empregados, distribuidores de aços, grupos privados e pessoas físicas, em substituição ao comando único da Siderbrás, reduz sensivelmente o índice de concentração do capital. A expectativa é de que nas próximas privatizações essa tendência desconcentradora do capital se aprofunde, pois os principais grupos de investidores que têm manifestado interesse em investir na Cosipa e Açominas não participam ativamente do controle das siderúrgicas já privatizadas.

A Comissão Diretora do PND optou, no início de 1992, pela desestatização individual das centrais de matérias-primas petroquímicas por pólos regionais, contrapondo-se às sugestões de venda em bloco das ações do capital social da Petroquisa. Essa decisão revelou-se bastante acertada do ponto de vista do estímulo ao surgimento de um ambiente competitivo entre essas centrais, pois hoje, mesmo antes da privatização das duas outras centrais remanescentes (PQU e Copene), já se observa uma competição de mercado entre elas para colocar o seu excedente de produção de petroquímicos básicos. A pulverização do capital da Copesul é uma indicação do tipo de estrutura de controle que se pode esperar da privatização das outras duas centrais e permite afirmar que o modelo adotado deverá levar a uma inequívoca desconcentração da propriedade do capital, a exemplo do que ocorreu na siderurgia.

As alienações das participações acionárias da Petroquisa nas empresas de segunda geração (Nitriplex, Polisul, PPH, CBE e Poliolefinas) tiveram como resultado a ampliação da participação dos grupos privados nas mesmas, não produzindo impacto algum na estrutura de capital do setor, pois não provocou alterações relevantes no processo decisório nessas empresas.

Em conclusão, o PND vem evitando a concentração industrial, contribuindo decisivamente para a criação de um ambiente competitivo nos setores atingidos por ele, e vem permitindo uma pulverização e democratização do controle do capital na economia brasileira.

#### **4.4 - Perspectivas para a Desestatização no Brasil**

Esta seção comenta as modificações recentes por que passou o PND e indica as direções em que ele pode ser aperfeiçoado, mostrando alternativas de modelos de venda, indicando como se poderia ampliar o universo de compradores e sugerindo a inclusão de novas empresas no programa.

#### 4.4.1 - Modificações Recentes no PND

Logo após a realização do leilão da Acesita, em 23 de outubro de 1992, o governo anunciou a intenção de fazer extensas revisões no PND. A tese era que, sendo um projeto do governo Collor, a desestatização estaria "contaminada" pelos vícios que tinham levado ao *impeachment*. Em consequência, o programa foi praticamente paralisado até março de 1993, quando se realizou o leilão da Poliolefinas, pois no mesmo período ocorreu apenas a venda da participação minoritária na Companhia Brasileira de Estireno (CBE), uma operação de pequena expressão (US\$ 10,9 milhões).

A revisão consistiu na edição em 19 de janeiro de 1993 de novo decreto regulamentário da Lei 8.031/90, que recebeu o número 724/93, e a consequente revogação das disposições que conflitavam com ele, em especial do Decreto 99.463/90, que regulamentava a lei da desestatização até então.

Apesar da retórica da ocasião as modificações introduzidas no PND não foram profundas. Em primeiro lugar, como ele continuou regido pela Lei 8.031/90 e por uma resolução do Senado, que não foram alteradas, e a nova regulamentação não poderia se contrapor a elas, os principais mecanismos do processo de desestatização permaneceram intactos. Em segundo lugar, mesmo dentro dos limites impostos pela natureza da revisão empreendida, ela não foi tão extensa como se anunciara, pelo reconhecimento de que os dispositivos da legislação eram, de modo geral, adequados e necessários para levar o PND adiante, frente às dificuldades de natureza institucional, financeira e de mercado a serem enfrentadas.

Assim, a utilização dos títulos de crédito vencidos como meio de pagamento nos leilões, a valor de face, foi mantida, apesar de esse ter sido o ponto mais polêmico do PND até então. A destinação dos recursos arrecadados para saldar dívida dos vendedores com o setor público, outro aspecto do PND muito discutido, permaneceu inalterada. O programa continua a ser coordenado por um órgão colegiado com membros indicados pela Presidência da República, e o gestor ainda é o BNDES, com as mesmas responsabilidades de antes. A autoridade para inclusão de empresas no programa e para tomar a decisão final de alienação permanece com o Executivo. As empresas continuam a ser avaliadas com base no seu potencial de geração de caixa, por pelo menos dois consultores independentes contratados por licitação pública. O preço mínimo dos leilões e o preço de venda nas distribuições a preço fixo continuam a ser estabelecidos pela CDPND, de modo a atender aos objetivos da Lei 8.031/90.

As principais modificações contidas no Decreto 724/93 dizem respeito a:

a) Mudança da composição da Comissão Diretora, cujo número de membros foi ampliado de 12 para 15, com igual número de suplentes: cinco

dos membros titulares são representantes do governo, enquanto de sete a 10 cargos titulares são exercidos por pessoas de notório saber. Tal como antes, eles são nomeados pelo Presidente da República após aprovação pelo Senado Federal.

b) A presença (participação sem direito a voto), na reunião em que se discutir o preço mínimo dos bens ou direitos a alienar, do presidente da empresa proprietária das ações e de representante dos empregados, nos casos de privatização. Sua ausência não é, entretanto, impeditiva para a realização da reunião.

O convite aos dirigentes das estatais e aos representantes de seus funcionários às reuniões da CDPND se por um lado traz o risco potencial de gerar novas resistências à agilização do processo decisório em nível da CDPND, por induzir um maior atrito interno, por outro tem o mérito de levar para dentro da CDPND as discussões de cunho majoritariamente político que fomentam as resistências do corpo funcional das estatais. Acredita-se que, com a explicitação dessas resistências, a CDPND tome ciência mais rapidamente da estratégia de oposição ao processo de venda de cada estatal e possa neutralizá-la, ou minorá-la, desde o seu início.

c) A instituição de percentual mínimo de moeda corrente no pagamento das ações, a ser estabelecido pelo Presidente da República, por recomendação da CDPND, para cada desestatização.

O pagamento de uma parcela do preço em moeda corrente, para aplicação em investimentos sociais, já vinha sendo cogitado desde agosto de 1992, quando a CDPND de então encaminhou à Presidência da República projeto de lei criando os Certificados de Investimentos Sociais (CIS), que deveriam ser adquiridos, na proporção de 10% do preço das ações, nas alienações no âmbito do PND. Na forma como foi feito no Decreto 724/93, o percentual mínimo em moeda é estabelecido caso a caso, e pode ser muito pequeno (foi de 2,4% na privatização da CSN).

Surpreendentemente, os valores em moeda têm a mesma destinação dos outros recursos arrecadados, podendo inclusive ser utilizados para reduzir a dívida pública federal. A dificuldade ocorre, apesar de o decreto estabelecer que os recursos arrecadados pela União serão aplicados em “ciência e tecnologia, saúde, segurança pública, meio ambiente (...)”, porque o vendedor tipicamente não é a União em si, mas empresas controladas por ela. Portanto, a transferência daqueles recursos depende da existência de dívida com a União a ser liquidada mesmo após a utilização, para esse fim, dos títulos de crédito recebidos em pagamento da maioria das ações. Justamente para contornar essa dificuldade é que havia sido proposta anteriormente a criação dos CIS, idéia infelizmente não aproveitada.

d) A possibilidade de o Presidente da República “avocar e decidir quaisquer matérias no âmbito do PND” (art. 12) é também uma inovação que

introduz um elemento de grande incerteza no encaminhamento das decisões nos órgãos que conduzem o PND, atribuindo à Presidência da República enorme poder discricionário. Observou-se nas privatizações realizadas no primeiro semestre de 1993 que essa concentração de poderes na pessoa do Presidente da República pode afastar licitantes, porque questões cruciais para a definição do interesse dos investidores acabam sendo adiadas até as vésperas do leilão. Por exemplo, a definição do percentual a ser pago em moeda corrente somente a poucos dias do leilão e a instabilidade das regras entre a publicação do edital e o leilão em si podem ter sido em parte responsáveis pelo desaparecimento da figura do ágio nos leilões realizados em 1993.

e) Foi alterada a sistemática para a contratação de consultores para a avaliação econômica das empresas, com a desvinculação obrigatória deste serviço dos de auditoria financeira, contábil, legal, etc..., e de avaliação de ativos. Além disto, ficou estabelecido que a CDPND não poderia, em qualquer situação, optar pelo menor preço indicado nos dois laudos de avaliação. O dispositivo que obrigava à contratação de um terceiro laudo de avaliação no caso de divergência de mais de 20% no valor encontrado nos dois primeiros, já existente na regulamentação anterior, foi mantido, assim como ficou explicitado o critério de avaliação das empresas a partir do valor presente de seus resultados.

f) O Decreto 724/93 proibia, em seu artigo 58, a participação dos fundos de pensão das estatais no PND, dispositivo que foi revogado pelo Decreto 786, de 29 de março de 1993, antes mesmo da primeira privatização sob a nova legislação, a da CSN. Dado o papel importante que aquelas instituições de direito privado vinham tendo no PND, pode-se especular que seu afastamento do processo poderia ter comprometido o sucesso daquele leilão.

Em suma, a pequena amplitude das revisões pode ser interpretada como um reconhecimento implícito de que o PND vinha se desenvolvendo sobre uma base institucional, legal e ética, que era simultaneamente sólida, adequada e satisfatória.

#### **4.4.2 - Alternativas de Modelos de Venda das Empresas Estatais**

A experiência internacional nas privatizações, aliada à experiência acumulada pelo BNDES, antes da criação do PND, revela algumas características bastante marcantes nos modelos de venda de empresas privatizáveis. A modelagem mais simples, recomendada para empresas de pequeno porte, de baixa rentabilidade, ou produtoras de bens intermediários, é a da venda em um lote único de todas as ações de seu capital. Com a utilização desse modelo, obviamente, não se consegue a pulverização do capital, mas ele tem a vantagem de estimular as disputas pelo controle da empresa nos leilões que, muitas vezes, elevam os preços de venda das ações.

Os leilões de privatização realizados pelo PND até o momento têm privilegiado a venda, em leilão público, de uma parcela expressiva do capital social das empresas, seguido de uma oferta de aproximadamente 10% das ações aos seus funcionários e, em alguns casos, uma oferta a preço fixo ao público, com quantidades limitadas por investidor.

Tanto na Inglaterra como no Brasil, aqui especialmente nos casos de absoluta falta de interesse de investidores pela empresa, foi possível realizar algumas privatizações através da venda direta das ações aos administradores ou aos empregados da estatal. É interessante notar que, mesmo quando o comando de uma ex-estatal foi assumido pelos empregados, estes não se esquivaram da necessidade de redução de pessoal. O exemplo, no Brasil, da Companhia Brasileira do Cobre, é bastante ilustrativo.

As medidas que compõem o Plano de Ação Imediata, no que tange às privatizações, revelam a intenção de manter nas mãos da União participações expressivas do capital social das empresas a serem privatizadas. Espera-se, com isto, que o governo venha a se beneficiar de valorizações futuras das ações dessas companhias, estratégia adotada, por exemplo, no programa de privatização mexicano. Acreditamos, entretanto, que a adoção indiscriminada desse modelo pode representar a renúncia à receita certa no presente em favor de receitas futuras apenas potenciais e, portanto, incertas.

A experiência internacional, sobretudo a inglesa, mostra que apenas para um leque muito particular de empresas o governo conseguiu capturar os ganhos produzidos pela gestão privada. Na Inglaterra esse modelo foi testado, e aprovado, nas desestatizações da British Aerospace, com faturamento anual de US\$ 6,5 bilhões no setor aeronáutico; da Cable and Wireless, com faturamento anual de US\$ 1,5 bilhão no setor de telecomunicações; e na privatização da associação dos portos. O mesmo modelo, quando adotado na venda da Britoil, que explora petróleo no Mar do Norte e tem receita anual da ordem de US\$ 1,6 bilhão, exigiu uma redução substantiva do preço para concretizar a venda das ações remanescentes.<sup>2</sup>

A experiência brasileira acumulada no próprio PND já revelou que a estratégia proposta pode não produzir os resultados esperados. No processo de desestatização da Usiminas, considerada a melhor entre as estatais a serem privatizadas, ocorreram sobras expressivas das ações ofertadas tanto no leilão de preferenciais como na oferta a preço fixo. Até hoje essas ações, representando cerca de 16% do capital total, não encontraram compradores.

Uma observação mais cuidadosa da experiência acumulada no Brasil e em outros países revela que a venda em dois estágios mostra-se apropriada nas privatizações das grandes corporações, de preferência dos setores de teleco-

---

2 Após vender 51% das ações da Britoil em 1982, ao preço de 215p/ação, os 49% restantes foram alienados em 1985 por 185p/ação.

municações, financeiro ou de outros serviços públicos, eleitos como dinâmicos pelos investidores internacionais. Contar com arrecadação adicional no futuro a partir da adoção pura e simples do modelo de dois estágios, poderá se revelar uma estratégia frustrante. Adicionalmente, se considerarmos a hipótese de que essas empresas, agora administradas pelo setor privado, optem por financiar seus investimentos através de futuros aumentos de capital, o governo enfrentará o dilema entre aportar novos recursos ou ver sua participação acionária reduzida.

#### 4.4.3 - Ampliação do Universo de Compradores

Novas medidas visando aumentar o interesse de investidores poderiam ser introduzidas no PND, de modo a aumentar a demanda e a competição pelas ações, facilitando sua venda e aumentando o valor obtido por elas. Para isso, algumas das idéias em discussão são a inclusão de novos títulos ou direitos de crédito no rol das moedas aceitas no PND ou, alternativamente, permitir o pagamento a prazo dessas ações.

Mantido o atual leque de moedas de privatização, dificulta-se a participação dos investidores nacionais pois, como se viu na Tabela 4.3, o saldo disponível atualmente já é reduzido, frente ao valor das empresas a privatizar. Corre-se também o risco de, na ausência de novos mecanismos de incentivo, perder competitividade na atração de capitais internacionais para o PND, pois em outros países estão sendo implementados programas de privatização extremamente agressivos.

Uma das alternativas que está sendo contemplada atualmente — a inclusão dos fundos sociais como moeda de pagamento no PND — permitiria o resgate da dívida social, ao mesmo tempo em que facilitaria a democratização do capital das empresas privatizadas. Para tanto, bastaria a apreciação pelo Congresso do projeto de lei complementar, encaminhado pela CDPND em setembro de 1992, que autoriza a utilização dos saldos do PIS/Pasep no âmbito do PND.

Para tornar o PND atrativo à participação do capital estrangeiro, seriam necessárias ainda algumas alterações na regulamentação que rege os investimentos estrangeiros na desestatização. Inicialmente, é necessária a revisão da resolução do Senado que impõe um deságio de 25% no valor de face dos títulos da dívida externa aceitos em pagamento das ações, que é um tratamento díspar daquele conferido aos títulos da dívida interna, que são aceitos pelo valor de face. Adicionalmente, poder-se-ia reduzir, ou eliminar, a exigência de permanência mínima por seis anos do capital estrangeiro no país, extinguir o limite máximo de aquisição de ações com direito a voto — hoje igual a 40% do capital votante das empresas privatizáveis — e, finalmente, ampliar a abrangência da privatização às áreas de energia e telecomunicações, que são setores mais atraentes, sob ótica do investidor estrangeiro.

#### 4.4.4 - Ampliação do Conjunto das Empresas a Serem Privatizadas

Poder-se-ia pensar em incluir novas empresas no PND, pois o último decreto de inclusão é datado de setembro de 1992, anterior ao Governo Itamar. A grande maioria das empresas já incluídas está com seus processos avançados e, caso não se iniciem os trabalhos para novas empresas, é possível que ocorra futuramente uma queda no ritmo do programa. Isso poderia ocorrer por falta de empresas em condições de terem suas ações alienadas, pois o tempo necessário para preparar uma privatização é da ordem de, no mínimo, nove meses. A Eletrobrás, ou ao menos Furnas, a Cia. Vale do Rio Doce, a Petrobrás Distribuidora, a Infraero e as Companhias Docas são alguns exemplos de empresas que poderiam ter as suas privatizações iniciadas.

A privatização poderia ser ampliada, também, através da inclusão das empresas estatais dos estados e municípios brasileiros. Isso poderia ser feito por meio de pelo menos dois mecanismos: a) permitir que os estados e municípios quitem suas dívidas com entidades da esfera federal, mediante dação em pagamento de suas participações acionárias em empresas estatais, principalmente as de saneamento e distribuição de eletricidade, que seriam posteriormente privatizadas ou, alternativamente; b) estimular as privatizações estaduais e municipais, permitindo que o pagamento das ações fosse efetuado com títulos da dívida pública federal, que seriam posteriormente transferidos à União, quitando o passivo dos vendedores com ela.

Um outro fator decisivo à ampliação da abrangência do PND seria a demonstração, inequívoca, do governo federal, de seu compromisso com a quebra dos monopólios constitucionais do petróleo e das telecomunicações, cujas discussões, no âmbito da revisão constitucional, terão início no segundo semestre de 1993.

#### Bibliografia

BNDES. *Programa Nacional de Desestatização - Edição Especial*. Rio de Janeiro, 1991, mimeo.

———. *Programa Nacional de Desestatização - Relatório de 1993*. Rio de Janeiro, 1993, mimeo.

SEPLAN/SEST. *Relatório das Empresas Estatais - Ano Base 1988*. Presidência da República. Brasília, 1989.

TOURINHO, O. A. F. e VIANNA, R. L. L. *Motivação e estrutura do programa nacional de desestatização*. Rio de Janeiro: IPEA, 1993 (Texto para Discussão, a sair).