



ESTRATÉGIAS ALTERNATIVAS DE DESESTATIZAÇÃO

Setembro de 2020



Expediente

Presidente

Diogo Costa

Diretora-Executiva

Rebeca Loureiro de Brito

Diretora de Altos Estudos

Diana Coutinho

Diretor de Educação Executiva

Rodrigo Torres

Diretor de Desenvolvimento Profissional

Paulo Marques

Diretora de Inovação

Bruna Santos

Diretora de Gestão Interna

Alana Regina Biagi Silva Lisboa

Autoria

César Galvão

Daniel Lopes

Lucas Silva

Vittorio Leite

Imagens

Unsplash



O EvEx – Evidências Express é uma iniciativa da Diretoria de Altos Estudos da Enap, focada em reunir, sintetizar e fornecer evidências que possam servir de base para o desenho, o monitoramento e avaliação de políticas públicas. A principal meta da equipe é gerar esses guias de forma ágil, ao mesmo tempo em que prioriza a qualidade das informações.

O propósito do EvEx é apoiar agentes e tomadores de decisão do setor público federal, mas seus resultados beneficiam também gestores públicos locais, além de alunos, docentes, servidores da Enap e entidades da sociedade civil.

Fazer uma avaliação profunda de uma política pública pode ser custoso, sendo desejável ter uma visão sistêmica do problema e do tema investigado. É nesse momento que o Evidências Express se propõe a produzir suas atividades: consolidando o conhecimento disponível e fundamentando decisões.

O serviço EvEx abrange diferentes tipos de evidência acerca de um problema específico, que podem ser demandados de forma avulsa ou em pacotes:

- Magnitude e evolução do problema no Brasil, comparação com o mundo, regiões ou blocos;
- Perfil da população afetada pelo problema e incidência do problema em diferentes grupos;
- Consequências do problema;
- Causas do problema;
- Soluções de enfrentamento ao problema existentes no Brasil e no mundo;
- Evidência de impacto de soluções existentes.

Boa Leitura!



Sumário

1	Introdução	4
2	Métodos de Privatização	5
3	Privatização em Massa	7
3.1	Contexto	7
3.2	Desenho e Implementação	8
4	Estudos de Caso	10
4.1	Rússia	10
4.2	Tchecoslováquia	11
4.3	Polônia	13
4.4	Outros Países	14
4.4.1	Lituânia	14
4.4.2	Bolívia	15
5	A experiência brasileira	17
5.1	Privatização no Brasil nos anos 90	17
5.2	Democratizando o acesso ao mercado de capitais	17
5.3	Resultados dos Fundos Mútuos de Privatização	18
6	Considerações finais	21
7	Referências Bibliográficas	23



1. Introdução

A permanente crise fiscal dos países de renda média, associada ao aumento das demandas sociais, torna urgente a busca de maior eficiência estatal na alocação dos recursos públicos. No caso do Brasil, tal como em outros países, o aumento de gastos inesperados relacionados com a pandemia da Covid-19 comprometeu ainda mais a, já frágil, saúde fiscal. Nesse contexto, fica evidente a necessidade de um novo ciclo de privatizações, talvez mais intenso do que o ocorrido nos anos 1990, que almeje a modernização do Estado brasileiro.

Nesse contexto, o objetivo do presente estudo é o de sintetizar a experiência internacional com alternativas de desestatização, em particular por meio da estratégia de *voucher privatization*, apresentando suas vantagens, riscos e limitações. O *voucher privatization* consiste, grosso modo, em distribuir cupons à população com o objetivo de adquirir ações das empresas estatais que serão privatizadas.

O presente relatório é um *benchmarking* das experiências internacionais e nacionais com programas de privatização, com especial atenção ao uso de *vouchers*. Dentro da proposta de um serviço rápido de evidências, foi elaborado durante o mês de setembro de 2020, por meio de buscas não estruturadas em artigos científicos, portais de governo e relatórios oficiais disponíveis à época. Não constitui respostas definitivas sobre as questões abordadas, mas sim iniciais, necessitando de complementação por meio de estudos com maior tempo de elaboração e aprofundamento.

Em relação à estrutura do relatório, na seção dois faremos um breve resumo dos principais métodos de privatização, dos mais clássicos até os menos usuais. Em seguida, na seção três, apresentaremos a abordagem específica da Privatização em Massa, modalidade essa em que está incluído o método de *voucher privatization*, detalhando seu contexto, desenho e implementação.

Em seguida, serão apresentados estudos de caso dos principais países que utilizaram esse método de privatização, em particular, Rússia, Tchecoslováquia, Polônia, além de experiências semelhantes na Lituânia e Bolívia; nessas seções serão apresentados breves panoramas institucionais e os principais resultados da abordagem. A seção cinco introduz a breve experiência brasileira, que embora não tenha utilizado *vouchers* no sentido *stricto*, empregou um método alternativo para ampliar a posse de empresas estatais. Por fim, a seção de conclusão visa a esclarecer os principais pontos críticos, além dos sucessos e fracassos do *voucher privatization*.



2. Métodos de Privatização

Os processos de privatização se valem de diversos métodos usados internacionalmente, sejam eles considerados tradicionais ou singulares, dependentes de um contexto institucional e histórico específico. Dentre os principais, podemos citar e definir: i) Oferta Pública Inicial (IPO); ii) Leilões Competitivos; iii) Investimento Estrangeiro Direto; e iv) Aquisição por Gerentes e Funcionários ou Programas de Propriedade Compartilhada de Funcionários. A saber:

- Oferta Pública Inicial (do inglês “*initial public offering*” ou IPO) representa a maneira mais direta e ocorre quando uma empresa realiza uma oferta de ações ao mercado, em busca de novos sócios e aumentar seu capital. Esse método é muito utilizado em economias com mercados de capitais bem desenvolvidos, como nos Estados Unidos; existem, também, métodos mais “democráticos” de aplicar um IPO, como o utilizado pelo Reino Unido em sua empresa de telecomunicações (*British Telecom*), que reservou cotas de ações para investidores individuais em detrimento de grandes conglomerados (Moore, 1992; Parker, 2004).
- Leilões Competitivos constituem outra maneira direta de privatização. Geralmente, os leilões competitivos ocorrem após um período de ativa reestruturação econômica. Esse tipo de privatização pode resultar em alguma forma de propriedade estrangeira, devido à experiência de investidores estrangeiros e seu melhor acesso aos mercados de capitais e tecnologia. Os leilões competitivos foram a principal forma de privatização empregada na Hungria e na Polônia (King e Sznajder, 2006), além de também utilizada no Reino Unido e Holanda (Schmidt e Schnitzer, 1997).
- Investimento Direto Estrangeiro (IDE) pode ser atraído por meio de leilão fechado, em que existe uma negociação entre o governo e os compradores estrangeiros. Foi um método muito utilizado em alguns países da Europa Central e Oriental. O IDE também pode assumir a forma de joint ventures, geralmente com empresas estatais (algo comum na China contemporânea).
- Aquisição por Gerentes e Funcionários (*Management and Employee Buyouts - MEBOs*) e Programas de Propriedade Compartilhada de Funcionários (*Employee Shared Ownership Plans - ESOPs*) são formas de passar a propriedade da empresa para os empregados e/ou diretoria. Em quase todos os casos, as MEBOs envolvem descontos significativos para os membros da empresa, enquanto os ESOPs possuem algum plano de fundo de investimento que proporcionam ações aos seus empregados. Podem ser utilizados como um tipo de privatização, sendo particularmente comum em muitas economias de transição. Nos anos 1980, foi utilizado em empresas do Reino Unido em setores de infraestrutura (como estaleiros, minas de carvão e empresas de transporte público).

Em economias em desenvolvimento foram aplicados métodos diversos. A privatização por meio de investimentos *greenfield* foi usada principalmente na China, permitindo a competição de empresas privadas em setores anteriormente exclusivos do Estado. O intuito era de adiar o desmantelamento da propriedade estatal e fomentar a formação de novas empresas, assim como a saída de empresas ineficientes. Essa estratégia tinha como objetivo facilitar o crescimento natural do setor privado em torno do setor estatal pre-existente. A restituição também é um método possível, apesar de raramente utilizado. Nele, a propriedade de alguma empresa que havia sido nacionalizada (pelo regime comunista, por exemplo) era devolvida a sua família original de proprietários. Em outros casos, *vouchers* foram dados pelo governo como compensação aos proprietários de ativos que foram nacionalizados anteriormente.

Na Rússia, por exemplo, leilões não competitivos foram usados e são geralmente associados a "oligarcas", ou empreendedores com extensas redes de conexões políticas. Questiona-se a transparência de tal processo usado para privatização de diversas empresas públicas por meio de leilões fraudulentos. Os preços pagos pelas ações das empresas privatizadas por esse método eram notavelmente baixos (King e Treskow, 2006).

A propriedade cruzada, um fenômeno observado na República Tcheca, permitia às empresas comprarem ações de outras empresas, que, por sua vez, compram as ações de seus novos proprietários. O resultado é um sistema de propriedade interinstitucional em que um grupo de empresas é dono de si próprio, o que, em essência, significa que o gerenciamento dessas empresas não vem de proprietários externos.

Por fim, podemos mencionar a estratégia de privatização em massa mais utilizada em economias que tinham como intenção criar uma economia menos dependente de subsídios estatais e da cooptação por grupos políticos: a *voucher privatization*. Esses cupons, que são distribuídos aos cidadãos e possuem um valor nominal ou real (de acordo com o *valuation* da empresa), são projetados para serem utilizados na compra de firmas durante leilões de privatização. Eles podem ser usados para comprar ações diretamente nas empresas ou aplicados em fundos de investimento, que os utilizam para privatizar as empresas. É esse o método que será mais profundamente analisado nas seções seguintes.



3. Privatização em Massa

3.1 Contexto

Com o colapso da União Soviética, o leste europeu iniciou sua transição para estruturas competitivas de economias capitalistas. Naquele momento, praticamente todas as empresas pertenciam ao Estado e, para alcançar a meta de uma economia de mercado, era necessário que grande parte dessas empresas passassem para agentes privados, seja para a população ou então para conglomerados corporativos.

Os países combinaram várias estratégias de privatização dentre as mencionadas anteriormente. Contudo, dado o contexto dessas novas economias, muitos governos escolheram utilizar programas de privatização em massa, realizados principalmente com uma combinação de privatização por meio de *vouchers* e MEBOs. A “Privatização em Massa” (ou *Mass Privatization*) foi uma abordagem de privatização utilizada com o objetivo privatizar milhares de propriedades do Estado – geralmente empresas de médio e grande porte - em um curto período de tempo. Algo dessa magnitude nunca havia sido praticado antes, sendo as economias europeias as primeiras a passar por um processo tão amplo e com necessidade imediata.

Essas novas economias também enfrentavam impedimentos para adotar os métodos mais clássicos de privatização, como a falta de um mercado de capitais bem desenvolvido, falta de atratividade em razão do desempenho fraco de várias empresas estatais, além de contextos institucionais e culturais que impediam a entrada de capital estrangeiro e, também, a compra de empresas por *insiders*, elites de poder dentro da estrutura estatal. Além disso, a população da região - que sempre foram informadas de que os bens do estado lhes pertenciam - esperavam ser beneficiários da privatização dos bens pertencentes ao estado.

Assim, nasceu a opção de privatização por meio de *vouchers*, que transferia rapidamente uma parte substancial dos ativos públicos ou estatais para um grupo diversificado de proprietários privados - geralmente a maioria da população ou cidadãos com 18 anos ou mais -, que participam do controle acionário diretamente ou através de intermediários financeiros.¹ Essa privatização em massa envolve a distribuição de *vouchers* ou cupons à população, de maneira gratuita ou por um valor nominal. Esses *vouchers* podem então ser usados para licitar ou trocar ações nas empresas criadas pelas antigas empresas estatais ou em fundos de investimento que intermedeiam a propriedade entre os cidadãos e as empresas recém-privatizadas. As ações de empresas estatais geralmente são vendidas em leilões.

¹Ver BOYCKO, SHLEIFER E VISHNY (1994) para uma defesa do mecanismo em questão.

3.2 Desenho e Implementação

A longo prazo, o desempenho das empresas privatizadas depende de muitos fatores além da forma como foram privatizadas. Neste sentido, ao criar o desenho de um programa de privatização em massa, é fundamental compreender os mecanismos de oferta e demanda, bem como as escolhas disponíveis ao tomador de decisão (ALEXANDROWICZ, 1994).

No *lado da oferta*, há de se escolher quais empresas estatais (tipo e quantidade), e se a participação no programa de desinvestimento será obrigatória ou voluntária. Por exemplo, alguns países reservaram a privatização em massa apenas para grandes empresas estatais, enquanto outros abriram a possibilidade para complexos residenciais e pequenos negócios, incluindo lojas e restaurantes. Se por um lado, tornar a participação obrigatória garante a privatização, por outro, se as estatais mais fracas forem incluídas em um mesmo programa, a credibilidade da privatização poderá ser prejudicada à medida que os cidadãos se mostrem insatisfeitos com ativos inadimplentes.²

Além dessas decisões, é importante considerar como se dará a venda das ações, por *vouchers* ou dinheiro. Para isso, os governos precisam determinar o peso dado à receita gerada com a privatização, o que envolve uma avaliação realista do investimento estrangeiro disponível e o poder de compra interno. Com o objetivo de reforçar o poder de compra doméstico, vários programas de privatização em massa distribuíram *vouchers* aos cidadãos para facilitar a aquisição de ações em empresas estatais. Apesar de gerar uma perda de receita no curto prazo, esses programas podem facilitar a reestruturação das empresas e produzir ganhos de eficiência a longo prazo, permitindo às empresas contribuir com maiores receitas fiscais para o orçamento do Estado.

O governo também pode reter participações parciais nos ativos da empresa estatal para gerar receita em uma venda posterior. Um maior número de investidores estrangeiros podem estar interessados até lá, ou a demanda doméstica pode ter se fortalecido. No entanto, os governos arcam com o custo de passar pelo processo de privatização duas vezes. Além disso, como acionista minoritário, os governos ainda podem interferir nas decisões corporativas. A vantagem de vender ou dar as ações estatais de forma integral é que o processo de privatização é concluído rapidamente.

Do *lado da demanda*, os investidores podem fazer uso dos *vouchers* ou de intermediários financeiros. Os *vouchers* são certificados ou títulos que são distribuídos à população e convertíveis em ações de empresas públicas através de alguma forma de leilão ou ações de intermediários financeiros que, por sua vez, possuirão uma participação, gerindo uma carteira de empresas. A implantação dos *vouchers*, como mencionado anteriormente, tenta resolver o problema do baixo poder de compra interno: onde pouco capital nacional poderia ser mobilizado, ou onde o capital existente foi presumidamente obtido de forma ilegal, os *vouchers* oferecem um mecanismo para ampla participação da população.

Os intermediários financeiros que participam da privatização em massa procuram desempenhar várias funções importantes: diversificar o risco ao fornecer uma oportunidade justa para uma população com pouca experiência em investimentos; e desenvolver investidores institucionais e um mercado de capitais. Em alguns países, os intermediários financeiros desenvolveram-se espontaneamente, normalmente criados por empresas privadas, bancos estatais e sociedades por ações. Esses fundos adquirem pontos de *vouchers* do público e os investem em ações.

Os programas de privatização em massa podem levar a uma estrutura de propriedade amplamente dispersa, criando um potencial vácuo para a governança corporativa. Sem uma estrutura adequada, a privatização pode se tornar nada mais do que uma mudança de posse legal da empresa. Para

²Uma forma de mitigar este risco é criar intermediários financeiros que permitam aos cidadãos diversificar as suas carteiras.

resolver isso, alguns governos estimularam a concentração de propriedade por meio de intermediários financeiros ou fundos de investimento. E, como solução alternativa para o problema de governança, muitos países forneceram incentivos aos funcionários e gerentes para participarem na privatização. Os trabalhadores recebem uma parte das ações gratuitamente, com desconto ou, muitas vezes, têm o direito prioritário de comprar uma determinada quantidade de ações por meio de uma subscrição fechada.

Além das questões de funcionamento do mecanismo de oferta e demanda, há evidências a favor de um processo descentralizado ou *bottom up* para a implementação do programa de privatização. Além disso, o estabelecimento de um prazo fixo para execução do processo de privatização parece ser bastante útil para manter o ímpeto político. A existência de intermediários financeiros está associada às experiências exitosas, desde que acompanhada de uma regulamentação adequada para proteger o investidor. Campanhas na intenção de educar o público sobre a privatização em geral e os mecanismos de venda específicos, somados ao esclarecimento da intenção do governo, ajudaram na percepção do público de que o programa visava à transição geral para uma economia de mercado, sendo uma parte importante dos programas de privatização bem-sucedidos (ALEXANDROWICZ, 1994; BOYCKO, SHLEIFER e VISHNY, 1994).

Tabela 3.1: Quadro resumo das principais propostas de privatização distributivas

Proposta	Proponente	Posse	Gestão e supervisão	Mecanismos
<i>Vouchers</i>	Diversos países	Cidadãos: 100%	Supervisão pelos acionistas.	Distribuição gratuita de <i>vouchers</i> que podem ser trocados pelos ativos e patrimônios da empresa.
Reserva de cotas de ações	Feige (2003)	Cidadãos: 50%; Governo: 30%; Investidores: 20%	Predominantemente pelos acionistas privados e estrangeiros.	"Ações cidadãs" vendidas a preços subvalorizados; Ações privadas leiloadas com preferência aos trabalhadores e gerentes.
Intermediários financeiros	Frydman e Rapaczynski (1990)	Fundos mútuos de cidadãos: 100%	Intermediários privados que supervisionam as empresas.	Distribuição gratuita de <i>vouchers</i> ao público. Os fundos intermediários vendem ações ao público em troca de <i>vouchers</i> usados para ofertar lances às empresas em uma série de leilões.
Intermediários financeiros	Lipton e Sachs (1990)	Fundos mútuos de cidadãos: 20%; Fundos de pensão e bancos: 30%; Trabalhadores e gerentes: 15%; Governo (a privatizar): 35%	Pelos fundos mútuos que concorrem entre si pelas mesmas empresas, por bancos e, eventualmente, por um "núcleo estável" de investidores privados que adquirirão ações do governo.	Distribuição gratuita, exceto na venda a investidores privados em estágio posterior.
MEBOs (<i>Management and Employee Buyouts</i>)	Diversos países	Trabalhadores e gerentes: 100%	Os funcionários atuais adquirem direitos sobre os lucros e ativos das empresas. Os direitos de propriedade são intransferíveis.	Descontos significativos para os membros da empresa ou algum plano de fundo de investimento que proporciona ações aos seus empregados e gerentes.

Fonte: adaptado de Borensztein (1991).



4. Estudos de Caso

4.1 Rússia

Após mudanças legislativas em 1990-1991, o Programa Russo de Privatização em Massa foi lançado em junho de 1992 com a aprovação parlamentar do Programa de Privatização de 1992. A ênfase do programa sempre foi na velocidade do processo e na inclusão de médias e grandes empresas estatais. Praticamente todas as empresas foram incluídas. As maiores empresas estatais, com mais 10 mil empregados e 100 milhões de rublos em vendas, precisavam de permissão especial para entrar no programa.

Assim, em julho de 1992, o governo anunciou um plano de distribuir *vouchers* para a população e sua intenção de “*corporatizar*” grandes empresas elegíveis e permitir a privatização voluntária de empresas de médio porte. Em dezembro de 1992, o governo iniciou leilões de *vouchers*, com a primeira empresa sendo privatizada em Moscou. Já no primeiro trimestre de 1993, cerca de 95% dos cidadãos russos haviam recebido seus *vouchers* por um preço nominal e até sua conclusão em julho de 1994, o programa de privatização em massa permaneceu como o principal método de privatização. O processo começou de baixo para cima e descentralizado, de forma regional. Somente após seu sucesso inicial, o programa adicionou leilões centrais e inter-regionais. Eventualmente mais de 300 das maiores empresas foram privatizadas através do Sistema Nacional de Leilões (SNL), no qual cerca de oitenta regiões participaram.

O programa também teve como objetivo conquistar o apoio da população através dessa emissão de *vouchers* a custo nominal para 97% de todos os eleitores da Rússia, totalizando 148 milhões de cidadãos. Os *vouchers* foram denominados em rublos (10 mil rublos por *voucher*) e imediatamente negociáveis, levando à criação de um grande mercado secundário de *vouchers*.

O programa de privatização russo também permitiu a criação espontânea de fundos de investimento de *vouchers*, que foram licenciados e regulamentados como fundos mútuos fechados. Porém, existiram poucos fundos com poder de mercado substancial, em razão da grande dificuldade em competir com *insiders* que receberam os direitos das empresas recém-privatizadas. O programa russo acabou por oferecer grande parte dos direitos de propriedade das empresas para gerentes e trabalhadores, que se tornaram acionistas majoritários na maioria das médias e grandes empresas que foram privatizadas. Os funcionários podiam escolher entre três opções, todas com incentivos substanciais. A opção mais popular permitia a compra de 51% das ações em uma subscrição fechada por um valor múltiplo do valor contábil (não corrigido pela inflação e, portanto, com probabilidade de estar gravemente desvalorizado). Os funcionários também podiam comprar ações nos leilões de *vouchers* para o público em geral.

Até o fechamento do programa de *vouchers*, 21 mil ações de 16 mil empresas foram vendidas em leilões de *vouchers*. Além disso, cerca de quarenta milhões de cidadãos russos se tornaram acionistas, quando mais de 144 milhões de *vouchers* foram disponibilizados. A maior parte das

empresas que utilizaram leilões de *vouchers* eram de médio porte, embora as grandes empresas representavam a maior parte do emprego (83%) e ativos (86%) privatizados. No final de 1995, o número total de empresas de médio porte e grandes sociedades anônimas privatizadas chegaram a 27 mil, após novas abordagens, como os leilões em dinheiro, serem adotadas (GIERSCH, 2012.).

Embora tenha sido bem-sucedida na privatização rápida de um número significativo de empresas, a maioria das empresas privatizadas foram controladas por *insiders*, refletindo muitas vezes a falta de uma governança corporativa adequada. Isso pode ser visto no trabalho de Blasi (1997), que fez um estudo qualitativo da governança das empresas privatizadas entre 1994-95, encontrando que pelo menos uma em cada dez empresas receberam o pior *rating* possível, metade das empresas receberam um *rating* ruim, e nenhuma recebeu uma pontuação excelente nos quesitos avaliados. Black, Kraakman e Tarassova (2000) também trazem um estudo qualitativo sobre a história da privatização russa e concluem que os sistemas adotados acabaram por facilitar a criação de uma "cleptocracia", salientando a importância de minimizar incentivos de auto-contratação (*self-dealing*) em programas de privatização. Assim, a privatização russa tornou-se, em grande medida, nada mais do que uma mudança legal de *status* para as diversas empresas estatais, por muitas vezes se tornando propriedade de *insiders* que já a controlavam anteriormente e perseguiam interesses próprios, não aceitando interferências externas, seja de estrangeiros ou até de outros cidadãos russos.

4.2 Tchecoslováquia

Após a queda do governo comunista no final de 1989, o programa de privatização em massa na Tchecoslováquia (agora República Tcheca e Eslováquia) transferiu a propriedade de quase mil empresas estatais para investidores privados. Isso foi alcançado por meio de um esquema de *vouchers*, no qual os investidores poderiam fazer lances por ações com pontos de investimento (diferente dos *vouchers* russos, os papéis tchecos não necessariamente eram vinculados à moeda) em que cidadãos adultos eram elegíveis para comprar. Após cinco rodadas de licitações, de maio a dezembro de 1992, 93% das ações disponíveis para distribuição foram destinadas a novos proprietários. O esquema de cupons transferiu, de modo efetivo, uma grande fração da economia tcheca para mãos privadas e criou mais de seis milhões de novos acionistas. Ao mesmo tempo, não houve levantamento de novo capital e mudanças administrativas, ou reestruturações, foram deixadas para os futuros proprietários (HINGORANI; LEHN; MAKHIJA, 1997)

A Tchecoslováquia lançou a privatização em massa com a aprovação da Lei de Privatização em Grande Escala de 1991, a base de um programa amplo de reformas econômicas adotado em 1990. Lieberman, Nestor e Desai (1997) mostram que as principais características da privatização em massa incluíam: a administração centralizada do programa, com o controle institucional concentrado no Ministério da Privatização e no Fundo Nacional de Propriedade; participação estrangeira limitada; uma abordagem *laissez-faire* para fundos de investimento; preterir a pessoas de dentro da empresa (bem como uma disponibilidade limitada para esquemas de MEBOs); e envolvimento público precoce e amplo no programa - tanto para gerar apoio às reformas quanto para mobilizar capital doméstico. O uso de *vouchers* de privatização na Tchecoslováquia influenciou o desenho de programas de privatização em massa na maioria das economias em transição. Mesmo depois que a federação foi dividida em outros Estados constituintes, a República Tcheca, diferentemente da República Eslovaca, continuou a confiar nos *vouchers* de vendas de empresas estatais.

Inicialmente, antes de ser decidido qual seria a forma de privatização e a empresa estatal, propostas de privatização foram enviadas pelos próprios cidadãos para qualquer empresa. Esses projetos poderiam conter um método único ou alguma combinação para privatizar as empresas e

convertê-las em sociedades anônimas. As decisões finais eram por parte do Ministério de Privatização e, depois de selecionado, o projeto era entregue ao Fundo Nacional da Propriedade, que implementaria o projeto e atuaria como único supervisor das ações do Estado nas empresas privatizadas.

Portanto, nenhuma empresa era obrigada a vender ações em troca de cupons. Em vez disso, os *vouchers* foram usados juntamente com vários outros métodos de privatização - incluindo aquisições diretas, ofertas públicas, leilões, MEBOs, e transferências gratuitas. Ainda assim, os projetos de privatização aprovados acabaram por reservar uma média de 62% das ações de uma empresa para distribuição através de *vouchers*, ou cerca da metade do valor nominal das empresas de sociedade anônima (*joint stock*) incluídas no programa. A privatização por *vouchers* foi realizada em duas ondas, com 1.664 empresas - 93,6% das 1.777 empresas tchecas selecionadas para a conversão de ações (*joint stock*) - total ou parcialmente privatizadas por meio de *vouchers* durante 1995 (HANOUSEK E KROCH, 1998).

Dado o modo como foi originalmente concebido, a privatização por *vouchers* na Tchecoslováquia supunha que apenas cidadãos individuais investissem no programa. Mas, temendo que houvesse uma diluição de propriedade entre pequenos acionistas e, portanto, a chance de um controle excessivo por parte de membros da empresa, o governo permitiu que fundos de investimento, criados de forma independente, participassem da privatização atuando como intermediários de investimento, reunindo *vouchers* e facilitando a concentração da propriedade. Cada fundo de investimento era legalmente obrigado a investir em pelo menos dez empresas. A Lei de Privatização em Grande Escala apenas permitia a participação de fundos de investimento na coleta de *vouchers*, proibindo-os de participar de outros esquemas de privatização.

No momento da criação desses fundos de privatização, esperava-se que alguns deles surgissem para fornecer aos cidadãos tchecos um acompanhamento profissional, incluindo serviços relacionados à diversificação, informação e monitoramento de empresas. Não se esperava, no entanto, que acabassem por ter um papel tão grande quanto foi demonstrado. Determinados fundos fizeram anúncios de modo amplo, estimulando a participação no esquema de *vouchers*. Em troca de pontos de investimento, alguns deles também ofereceram opções de dinheiro juntamente com ações do fundo, às vezes pagando aos investidores mais de dez vezes o preço que pagaram pelos cupons. Tanto a regulamentação de fundos, quanto a publicidade comercial, eram novas para a República Tcheca naquele momento, e os anúncios geraram considerável interesse e polêmica.

Porém, o processo de privatização e seu controle por fundos de investimento gerou problemas de governança corporativa e escândalos de corrupção. Através de brechas legais que permitiam a expropriação de acionistas minoritários, começou-se a utilizar uma prática que ficou conhecida como “tunelamento” (vinda da palavra checa “*tunelování*”) que consistia em transferir ativos e lucros de uma firma para uma segunda empresa no intuito de beneficiar aqueles que já a controlavam. Altshuler (2001) mostra o intrincado processo social que essa prática gerava, envolvendo atores políticos e membros do corporativismo tcheco e a grande repercussão na mídia. Por outro lado, Brada (2016) apresenta evidências empíricas de que o real prejuízo econômico dessas práticas pode ter sido superestimada, e que o mercado acabou por se recuperar, gerando um resultado satisfatório no longo prazo.

Além disso, algumas evidências empíricas demonstram que a concentração de posse por fundos e investidores estratégicos aumentou lucros, valuation e produtividade das empresas privatizadas (CLAESSENS; DJANKOV; POHL, 1997; CLAESSENS; DJANKOV, 1999; WEISS; NIKITIN, 1998). Também pode ser constatado que a primeira onda de privatizações no país produziu resultados decepcionantes, demonstrando valores de vendas reais, lucratividade, eficiência e emprego caindo drasticamente, com os resultados sendo piores para as grandes empresas; enquanto que as empresas privatizadas na segunda onda experimentaram alguns aumentos em eficiência e rentabilidade (HARPER,

2000; LIZAL; SINGER; SVEJNAR, 2000)

De fato, a privatização tcheca por meio de *vouchers* criou falhas maciças na governança corporativa, que abriu espaço para corrupção e diversas disputas legais. Porém, seu resultado também pode ser julgado por outros critérios, como a distribuição de riqueza, a rapidez de reestruturação das empresas e um posterior desenvolvimento de mercado que acabou por abrir a República Tcheca a uma substancial quantidade de investimentos estrangeiros.

4.3 Polônia

A Polônia foi pioneira dentre os países socialistas a buscar reformas de seu mercado, porém foi uma das últimas a implementar um programa de privatização em massa. Após um longo período de discussões (quase três anos), o programa da Polônia - também chamado de programa dos Fundos Nacionais de Investimento (FNI) - começou em 1995. Ao contrário de muitos outros países, a Polônia não adotou a privatização em massa como a principal maneira de privatização de suas empresas estatais. O método acabou não sendo um elemento essencial do programa de “terapia de choque” desenvolvido no final de 1989 e lançado em janeiro de 1990, cujo primeiro objetivo era interromper a hiperinflação que ocorria no país (KOZARZEWSKI, 2006).

Inicialmente foi aprovada a lei de privatização em agosto de 1991, que previa a venda de ações por meio de acordos comerciais e ofertas públicas, a privatização direta de pequenas e médias empresas (permitindo que funcionários ou investidores externos comprassem ou fizessem acordos de concessão com a opção de compra posterior) e a liquidação de empresas em dificuldades (com a venda de seus ativos para novas empresas). Também foi previsto um programa posterior de privatização por *vouchers* a ser adotado sob legislação separada.

A principal consequência dessa abordagem foi o ritmo lento da privatização, agravado pela relutância dos sucessivos governos (seis de 1989 a 1993) em adotar uma abordagem mais vigorosa da reforma das empresas. Alguns partidos políticos, mesmo quando se tornaram parte de coalizões governamentais, permaneceram hostis à privatização e impediram a promulgação de emendas necessárias à lei original de privatização.

O país acabou por adotar o que foi chamado de método indireto e que consistia em dois estágios. Na primeira etapa, uma empresa estatal era comercializada, ou seja, mudava sua forma legal e era transformada em uma empresa, na qual 100% das ações pertenciam ao Tesouro. Na segunda etapa, a venda das ações poderia ocorrer de várias maneiras: oferta pública, venda a algum investidor estratégico (ou combinação desses dois) e inclusão no programa do Fundo Nacional de Investimento.

Em 30 de abril de 1993, a Lei sobre Fundos Nacionais de Investimento (FNI) foi adotada, introduzindo um tipo de programa de privatização em massa que, ao contrário dos programas em outros países pós-comunistas, havia sido projetado não apenas para transferir uma parte significativa dos ativos dos setores estatais para os cidadãos poloneses, mas também para criar mecanismos para reestruturar as empresas que participavam da privatização em massa. Os FNIs receberam blocos de ações de 512 empresas que iriam passar pela privatização em massa, e os cidadãos poloneses receberam um tipo de *voucher* que poderiam ser investidos nos FNIs. Vale ressaltar que o caráter de massa do programa era apenas pelo lado da demanda (todos os cidadãos poloneses), e não do lado da oferta, como em outros países onde houve privatização em massa.

O programa do FNI deveria acelerar o ritmo de privatização, ao mesmo tempo em que reestruturava as empresas, facilitado pela experiência das empresas de gestão de investimento dos FNIs. Porém

esses objetivos nunca foram totalmente alcançados (Błaszczyk et. al., 2001). Esses fundos criados “de cima para baixo” (em vez de fundos privados e espontaneamente criados, como na República Tcheca) eram híbridos entre *holding* e fundos mútuos, com cada *holding* com um “fundo principal” possuindo um bloco de controle de ações (33%) nas 35 maiores empresas, mais participações minoritárias (cerca de 2%) em outras empresas.

Essa privatização em massa gerou três aspectos de interesse: i) a má situação de algumas empresas participantes; ii) o *compliance* dos conselhos e gerentes dos fundos com as intenções do programa e com os termos dos contratos de gestão; e iii) a percepção pública e política do programa e os riscos de interferências políticas prejudiciais (LIEBERMAN; NESTOR; DESAI, 1997).

Ao longo de 1999 e no primeiro semestre de 2000, começou a ocorrer um segundo passo no programa de privatização polonês: o processo de concentração da propriedade do FNI para órgãos e instituições financeiras privadas. Rapacki (2000) apresenta que grande parte dos novos proprietários foram os *hedge funds* e fundos de capital de risco ocidentais, bem como alguns dos principais bancos e instituições financeiras polonesas. Seus esforços foram no sentido de acumular participações em vários FNIs simultaneamente.

Evidências empíricas mostram também que a privatização polonesa teve melhores resultados de lucro, receitas e valuation em empresas controladas por *outsiders* (pessoas que não trabalhavam nela) (FRYDMAN; GRAY; HESSEL; RAPACZYNSKI, 1999; FRYDMAN; GRAY; HESSEL; RAPACZYNSKI, 2000).

Derivado dessas novas tendências, algumas consequências puderam ser observadas, tal como o processo de gestão dos fundos mais focado em avaliações de custo-benefício, além de gerar fusões e aquisições de diferentes FNIs. As preocupações relativas à governança dos fundos geraram uma solução que fez com o que o esquema polonês se aproximasse das operações de mercado comuns ao mundo ocidental, baseando-se no arcabouço legal que rege os mercados financeiros e o mercado de ações (HASHI, 2000).

Assim, demonstra-se que o método utilizado pela Polônia no início da década de 1990 foi de relativo sucesso. Apesar de pioneira nas discussões sobre privatizações em massa e implementação de *vouchers*, o país foi um dos últimos a aplicar alguma solução neste sentido. O governo acabou optando por um modelo híbrido, com a privatização em massa vista apenas como um dos vários métodos de um diverso programa de privatização, sustentando-se fortemente nos fundos de investimento recém criados, que aceitavam *vouchers* como forma de compra de papéis. Esses fundos, inicialmente administrados pelo Tesouro do governo polonês, conseguiram fazer com que cerca de um terço dos ativos de algumas das grandes empresas estatais passassem para mãos da população. Ao longo dos anos ocorreu uma concentração natural de posse desses ativos, até culminar na segunda fase do programa que liberou vendas e fusões desses fundos para investidores interessados (principalmente estrangeiros). Isso fez com que grande parte do setor financeiro se assemelhasse ao modelo anglo-saxão, algo que permanece até os dias de hoje.

4.4 Outros Países

4.4.1 Lituânia

O programa de privatização em massa da Lituânia foi lançado em 1991, e distribuiu *vouchers* a todos os cidadãos, cupons que poderiam ser trocados por imóveis, pequenas empresas, participações em grandes empresas ou participações em fundos de investimento. O objetivo do programa - privatizar

dois terços da propriedade do Estado - foi praticamente alcançado quando o programa terminou em junho de 1995. Cerca de 5.700 empresas, ou 85% das empresas previstas para a privatização, foram, total ou parcialmente, transferidas para o setor privado. Essas empresas foram obrigadas a gerar reestruturações (particularmente redução de mão-de-obra e alguma reorientação do mercado e do produto). Porém, dado que não houve envolvimento estrangeiro, a privatização raramente trouxe novos investidores estratégicos. Os resultados foram poucas inovações e pouco investimento novo.

Não houve um acompanhamento sistemático sobre a propriedade pós-privatização, mas alguns estudos mostram que muito dos ativos acabaram nas mãos de funcionários, gerentes e fundos de investimento. Os fundos de investimento, acabaram com cerca de 30% de todos os ativos privatizados. Estima-se que os cinquenta maiores fundos possuam 75% de todos os ativos de fundos de investimento e os vinte maiores, 50%. Se essa avaliação estiver correta, o programa transformou rapidamente um setor empresarial de propriedade estatal completa para um com propriedade amplamente dispersa e depois para um com controle fortemente concentrado (LIEBERMAN; NESTOR; DESAI, 1997).

4.4.2 Bolívia

Em 1993, o governo recém-eleito da Bolívia, chefiado pelo presidente Gonzalo Sánchez de Lozada, implementou uma agenda de reforma chamada “Plan de Todos” (Plano para Todos) que incluiu a devolução do poder estadual aos governos locais, reformas na educação, e um programa chamado “capitalização” para privatizar grandes empreendimentos estatais do país, que foi resumido em um relatório do Banco Mundial (World Bank Group, 1995).

O programa envolvia a transferência de controle de gestão de até 50% da propriedade de empresas estatais para investidores estratégicos através de uma oferta de ações. As ações remanescentes correspondentes à propriedade do Estado daqueles ativos foram transferidas inteiramente para todos os bolivianos adultos através de contas individuais de distribuição, gerenciadas por fundos de pensão particulares. Os dividendos das ações também foram distribuídos anualmente a todos os cidadãos bolivianos maiores de 65 anos por meio de um “Título de Crédito Solidário”. Administradores dos fundos de pensão preencheram os 49% restantes dos assentos nos conselhos de administração das empresas capitalizadas, representando os interesses dos fundos e seus beneficiários (PEARSON, 1998).

A maior parte das empresas privatizadas envolviam os setores de infraestrutura: metalurgia, comunicações, eletricidade, setor aéreo e petrolífero. No geral, as capitalizações trouxeram quase US\$ 1,7 bilhão em investimentos diretos para o país, que acabou por substituir a dívida externa de até então por investimento estrangeiro direto como o motor do crescimento (BARJA; MCKENZIE E URQUIOLA, 2004).

A taxa de crescimento da economia dobrou, chegando a 5,3% em 1998. Ainda assim, o presidente Sánchez de Lozada enfrentou grande insatisfação no fim de sua gestão e não foi reeleito em 1997. Em seguida, o país foi atingido por uma série de choques que começaram com a crise asiática e seguiram com a brasileira, e posteriormente com a argentina. Isso fez com que sua economia fosse puxada para uma recessão que persistiu até meados dos anos 2000. No final de 2002, o investimento privado havia caído substancialmente, forçando um retorno para o investimento do governo (financiado por dívida) como a principal fonte de crescimento – mas desta vez o país se encontrava em um ambiente de recursos mais limitados, só podendo ser direcionados para bens públicos básicos.

Tabela 4.1: Quadro resumo de privatização por país e utilização de *vouchers*

País	Principais tipos de privatização	% de empresas estatais médias e grandes privatizadas por <i>vouchers</i>
Rússia	- <i>Vouchers</i> - MEBO	29%
Tchecoslováquia	- <i>Vouchers</i> - Leilões para estrangeiros	40%
Polônia	- Intermediários financeiros	6%
Lituânia	- <i>Vouchers</i> - MEBO	70%
Bolívia	- "Capitalização" - Leilões competitivos	50%

Fonte: elaborado a partir de Sutela (1998) e Hanousek e Kroch (1998).



5. A experiência brasileira

5.1 Privatização no Brasil nos anos 90

No início dos anos 90, o contexto brasileiro ainda era de alta inflação e de forte dependência do mercado externo. A opinião sobre o papel do Estado começou a mudar no sentido de compreender como oferecer serviços públicos de qualidade ao cidadão. Neste sentido a substituição de importações se tornou uma das principais metas de governo. O PND (Programa Nacional de Desestatização) nasceu desses esforços e tinha como objetivo o processo de privatização de empresas estatais. Reforçado no governo de Fernando Henrique Cardoso, empresas de mineração e infraestrutura foram incluídas no programa, além da ampliação da privatização aos Estados e Municípios através de programas específicos de privatização, e ocorreu uma mudança no papel dos setores públicos e privado na economia. (PINHEIRO E GIAMBIAGI, 2000). A partir de 1997, com a crise asiática, houve uma urgência na aceleração do processo de privatização, que tinha papel crucial no Plano Real (pois a privatização tanto reduz a necessidade de contrair empréstimos para financiar o déficit, como também sinaliza estabilidade e compromisso com a regras de mercado).

Ao todo, foram privatizadas 33 empresas durante os governos Collor e Franco (1990-1994). A quase totalidade dessas empresas estava na indústria de transformação, com as receitas concentradas nos setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes. A partir de 1995, o alcance da privatização seria enormemente ampliado por meio de dois movimentos quase simultâneos: a decisão de acabar com os monopólios do setor público na área de infra-estrutura e a decisão dos governos estaduais de também desenvolver seus próprios programas de privatização e, ao todo, ocorreram 80 privatizações do período 1995-1999 (PINHEIRO, 1999).

5.2 Democratizando o acesso ao mercado de capitais

O *voucher* foi uma forma de privatização em massa utilizado com a intenção de ampliar a posse de ativos estatais importantes para as economias nacionais. Apesar de ser uma maneira rápida, seus mecanismos se demonstraram bastante complexos e seu método de aplicação variou amplamente entre os países. Pode-se argumentar que existem outras maneiras de gerar essa democratização, sem envolver *vouchers* necessariamente, mas que também podem atingir o objetivo de ser ampla e rápida.

Como mencionado anteriormente, a British Telecom foi privatizada em 1984 através de leilão competitivo, mas com mecanismos diferentes do que era visto até então: a prioridade de venda de ações foi dada aos pequenos investidores (em geral, pessoas físicas que pediam pouca quantidade de ações) em detrimento dos grandes investidores; além disso utilizaram *clawbacks* i.e. em algumas ofertas, um determinado número de ações era alocado antecipadamente para pequenos investidores, enquanto o restante era reservado para grandes instituições, e o *clawback* previa um aumento no número de ações alocadas a pequenos investidores se houvesse um alto número de pessoas inscritas, que seriam

retiradas da alocação para as grandes instituições (MOORE, 1992). Além desse método, a literatura e os casos internacionais também apontam que a utilização de intermediários financeiros, como fundos, pode ser um bom método de desestatização democrática (Frydman e Rapaczynski (1990) e Borensztein (1991)). Esse método foi utilizado na Polônia em seu processo de entrada no mundo capitalista e se mostrou de relativo sucesso.

Uma variação do método de intermediários financeiros foi utilizado no Brasil. Em 2000 foi criado o Fundo Mútuo de Privatização Petrobras. Esse fundo de investimento, regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)¹, permitia que qualquer trabalhador com uma conta ativa do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) com pelo menos R\$600 investisse até 50% de seus respectivos recursos do FGTS em ações da empresa Petrobras. O governo providenciava 20% de desconto sobre o preço das ações aos investidores de FGTS. Em 2002 a experiência se repetiu, dessa vez com o Fundo Mútuo de Privatização Vale ², que, do mesmo modo, permitia que até 50% dos recursos de FGTS fossem investidos na Companhia Vale do Rio Doce (CVRD).

Os Fundos FGTS-Petrobras, por exemplo, investiam, no mínimo, 95% do seu patrimônio em ações ordinárias da Petrobras e poderiam aplicar até 5% em títulos federais de renda fixa. Na média, os fundos FGTS cobravam cerca de 3% de taxa de administração, variando de acordo com o montante aplicado. Além da taxa, o cotista também pagava a CPMF e 10% do rendimento era destinado ao Imposto de Renda. O fundo adotava uma política de taxa de resgates regressivos, quanto menos tempo o investidor permanece com o recurso no fundo maior a taxa de resgate sobre o valor aplicado, após um ano, não havia taxa de resgate. Além disso, as condições para retirar dinheiro do fundo eram as mesmas para embolsar o dinheiro do FGTS (como demissão sem justa causa, término de contrato por prazo determinado, aposentadoria, etc).

Essas oportunidades fizeram parte de esforços que tinham a intenção de gerar interesse por parte do grande público nas empresas estatais, que foi bem sucedido: mais de 700 mil detentores de contas do FGTS optaram por adquirir as ações da Vale do Rio Doce em 2002. Isso obrigou um rateio das propostas de compra por causa do excesso de procura em relação ao valor de R\$1 bilhão do FGTS liberado para os optantes, o que fez com que cada candidato ficasse com apenas cerca de quarta parte do que se propôs a adquirir (Castro, 2002). Apesar de não ser o melhor resultado, dado que os que escolheram dedicar seu FGTS para a compra das ações obtiveram menos que o desejado, isso demonstrou a existência de um grande interesse na compra de ações a partir dos ativos estatais.

5.3 Resultados dos Fundos Mútuos de Privatização

No quesito democratização, Najberg e Oliveira (2001) mostram resultados promissores com relação ao Fundo Mútuo de Privatização da Petrobras. Os autores relatam que foram movimentadas 312.194 contas de FGTS, que utilizaram R\$ 1,6 bilhão do Fundo (tabela 5.1). A adesão não se restringiu aos cotistas com elevados saldos, havendo uma participação expressiva de indivíduos com

¹ Cadernos CVM - Fundos Mútuos de Privatização. Instrução nº 278

² A Cia Vale do Rio Doce já era uma empresa que passou pelo processo de privatização em 1997. Seu processo se deu em 3 fases: na primeira etapa ocorreu um leilão com o financiamento subsidiado pelo BNDS; a venda do controle acionário da Companhia foi fechada para o consórcio Brasil, liderado pela Companhia Siderúrgica Nacional, que adquiriu o controle acionário da Companhia pagando em torno de 3,3 bilhões de dólares por 27% do capital total da empresa que pertencia a União, representando 41,73% das ações ordinárias da empresa com direito a voto. Na segunda etapa, os empregados da CVRD puderam adquirir 10% das ações detidas pelo governo, correspondentes a 5,1% do capital total da Companhia. Já na terceira etapa, o restante das ações foram vendidas através de oferta pública. (BNDES, PRIVATIZAÇÃO DA VALE DO RIO DOCE O ESTADO NO LUGAR CERTO), a Petrobras era uma empresa estatal de economia mista, com controle majoritário por parte da União.

baixos saldos de FGTS. O estudo identificou algumas características dos indivíduos que aderiram à operação, com os principais atributos sendo ensino médio completo, estabilidade no emprego e faixa etária de 30 a 49 anos (tabela 5.2). Em termos de localização geográfica, a distribuição espacial dos optantes se assemelhou à distribuição dos trabalhadores do mercado formal, algo que os autores relacionam com a intensa campanha de publicidade feita pelo governo. A conclusão do estudo aponta para um sucesso da operação Petrobras-FGTS sendo a venda pulverizada um caminho válido para o governo alienar ações que detém em empresas estatais.

Tabela 5.1: Resultados agregados: número de contas e valor total

	Número de contas ¹	Valores (R\$)
Contas Ativas	287.811	1.587.243.652
Contas Inativas	24.383	24.394.128
Total	312.194	1.611.637.780

¹O número de contas excede o de titulares, pois um indivíduo pode ter mais de uma conta.

Tabela 5.2: Perfil dos optantes e não optantes

	Optante ¹	Não optante ²
Instrução		
Até Ens. Fund. Inc	10,0	42,3
Ens. Fund. Compl./Ens. Méd. Inc	14,8	27,6
Ens. Méd. Compl./Sup. Inc	38,4	22,6
Sup. Compl.	36,8	7,4
Tempo de Serviço		
Até 2 anos	25,4	51,6
De 2 a 5 anos	18,1	24,1
De 5 a 10 anos	20,0	12,4
Acima de 10 anos	36,5	11,9
Idade		
Até 30 anos	23,4	42,6
De 30 a 39 anos	41,0	30,7
De 40 a 49 anos	27,9	18,3
Acima de 50 anos	7,7	8,4

Fonte: RAIS 98.

Baseada em: Najberg e Oliveira (2001).

¹Total de 221.724 trabalhadores.

²Total de 19 milhões de trabalhadores.

Quanto à rentabilidade, os fundos também se mostraram promissores. Um artigo de 2019 (Goeking, 2019) mostra que os fundos de ações da Petrobras acumulam, em média, valorização de 822% desde seu início, em agosto de 2000, e esse desempenho equivale a pouco mais de seis vezes o verificado no FGTS no período (131%) e também supera a alta do Ibovespa em igual comparação, que foi de 507% já os fundos dedicados a ações da Vale acumularam rendimento médio de 1.564% de março de 2002 à julho de 2019, 13 vezes acima da rentabilidade oferecida pelo FGTS no período, de 114% e mais que o dobro do resultado do Ibovespa. Atualmente, 1,3% do capital total da Petrobras

está nas mãos dos trabalhadores, o que em valor de hoje representa R\$ 5,35 bilhões. Já na Vale, os papéis que ainda não haviam sido vendidos, por conta de resgates nos fundos, representam cerca de 1% do capital da mineradora, ou algo próximo a R\$ 2,7 bilhões.

Com relação à governança corporativa, existem alguns pontos de atenção a serem abordados. Conforme discutimos, existe uma dificuldade inerente à privatização em massa, em particular através de *vouchers*, no que diz respeito a estrutura de governança, mais propriamente a pulverização do controle. No caso das companhias brasileiras, o FMP representava o interesse dos acionistas fornecendo assim uma interface mais coesa na tomada de decisão. Além disso, a parcela de ativos estatais objeto do FMP foi relativamente inferior à fatia detida pelos demais acionistas controladores. Por outro lado, essa estrutura de governança traz mais transparência na medida em que suas decisões passam por um escrutínio maior de acionistas/cotistas, fora da órbita estatal. Vale ressaltar, entretanto, que episódios recentes de má conduta corporativa praticados por gestores de ambas instituições não invalida o argumento a favor da democratização do acesso aos ativos estatais.

Assim, no Brasil existiram esforços para a democratização da propriedade de empresas estatais mas utilizando-se de um modelo distinto dos *vouchers* aplicado na Europa Oriental. É importante reforçar que essas economias passavam por um momento de transição que demandava uma resposta rápida e específica, com suas instituições ainda nascentes, principalmente as financeiras. O Brasil, por sua vez, possui diferentes características, com uma estrutura institucional mais consolidada (tal qual a CVM e o CADE, que serviriam para um controle e fiscalização em casos de privatização) e, até hoje, não exigiu um processo semelhante aos *vouchers* europeus. A experiência brasileira se aproximou da intenção de gerar apoio às privatizações, um processo acelerado pelo contexto da década de 90, e fez isso ampliando o controle de estatais (ou ex-estatais, como o caso da Vale) através de intermediários financeiros, os fundos mútuos de investimento. Esse método é uma opção que também pode servir como um instrumento de democratização e aumentar o acesso da população menos versada em finanças, além de gerar maior engajamento e interesse nos processos corporativos de empresas fundamentais para a economia nacional.



6. Considerações finais

O método de *voucher privatization* foi uma solução adotada para um problema específico das economias em transição pós-comunistas, isto é, como, rapidamente, transferir para o setor privado uma quantidade enorme de empresas estatais, criar bases sólidas para o desenvolvimento do capitalismo e reduzir a interferência política e a dependência de recursos públicos. Embora haja argumentos econômicos a favor deste tipo de transferência de ativos, é o seu apelo e viabilidade política que o tornou tão popular entre os países que o adotaram (BOYCKO, SHLEIFER E VISHNY, 1992).

Do ponto de vista de governança corporativa, Rapacki (2000) conclui que vários dos esquemas de privatização em massa, particularmente os programas de distribuição de *vouchers*, que foram implementados nas economias em transição mostraram uma tendência a sofrer de algumas fragilidades. Primeiro, eles resultaram em uma difusão da participação acionária entre milhões de cidadãos, ao mesmo tempo em que fortaleciam a posição de gerentes das empresas privatizadas. Estes últimos possuíam uma maior influência sobre o uso dos recursos da empresa e careciam de incentivos para embarcar na urgente reestruturação dessas firmas (Blanchard, 1997) e, assim, costumavam usar seu conhecimento e influência para seu próprio enriquecimento, em detrimento dos outros acionistas. Em segundo lugar, dado o subdesenvolvimento dos mercados financeiros e a estrutura jurídica inadequada nos países pós-comunistas, investidores estrangeiros percebiam que não possuíam garantias suficientes para investir nessas empresas privatizadas em massa.

Os desafios da transição para o capitalismo foram percebidos pelos formuladores de políticas públicas como uma tarefa que se centrava muito em libertar as forças do mercado e privatizar empresas. Rapidamente se revelou que as condições iniciais e *path dependence* importam mais do que esperado, e naufragou a ideia de que seria possível chegar rapidamente a uma economia de mercado semelhante às ocidentais. Dentro do pacote de reforma da “terapia de choque”, utilizada principalmente na Polônia, percebeu-se que a rápida reestruturação da propriedade estatal foi central.

Os programas de privatização em massa tiveram um efeito profundo na economia e também criaram uma crise nas instituições e na capacidade do Estado, fazendo com que os seus três monopólios cruciais (uso legítimo da violência, provisão de receitas através da cobrança de impostos e controle das emissões monetárias) fossem prejudicados durante os anos 90, a tal ponto que a própria existência do estado fosse posta em questão. (IRDAM; SCHEIRING E KING, 2015)

Porém, considerando as várias limitações institucionais e o contexto histórico da época, é possível perceber que o objetivo de promover uma privatização de forma rápida foi alcançado na maioria dos países que adotaram estratégias de privatização por meio de *vouchers*. Por outro lado, a equidade na distribuição de riqueza acabou sendo dificultada em razão da concentração “natural” das propriedades e, também, pela assimetria de informação dos detentores dos *vouchers*, que prejudicou as tomadas de decisão no âmbito de investimentos. Como resultado dessas falhas, as privatizações em massa na maioria dos países da Europa Central e Oriental se mostraram um meio muito menos eficaz do que era inicialmente esperado. Os países que conseguiram alcançar uma economia mais desenvolvida com o passar dos anos o fizeram através da criação de incentivos e um desenvolvimento

de mercado de capitais que acabou por se assemelhar aos modelos ocidentais.

Em razão disso, outros meios podem ser consideradas para atingir um objetivo de desestatização. Prioridade de venda de ações a pequenos investidores e a utilização de intermediários financeiros podem ser métodos eficientes, especialmente na presença de uma boa estrutura de divulgação e uma estratégia de venda que absorva essa demanda. A experiência no Brasil, através dos fundos mútuos de privatização da Petrobras e da Vale do Rio Doce, mostrou que existe um grande interesse do cidadão/trabalhador por diversificação de investimentos. Diferentemente do ocorrido nas economias em transição do leste europeu, o Brasil possui características institucionais mais sólidas, principalmente no que diz respeito à regulamentação e fiscalização financeira. Havendo estímulo às privatizações, ampliar a posse de ativos estatais através de intermediários financeiros é uma opção que pode servir como um instrumento para aumentar o acesso da população ao mercado de capitais.

Assim, o método de privatização em massa deve ser entendido como uma opção dentre um *menu* de alternativas viáveis para transferência de ativos estatais para o setor privado. Existem métodos que também podem atingir o objetivo de democratizar o acesso às finanças corporativas de forma ampla, como demonstrado em alguns casos no Reino Unido, e, em menor escala, no caso brasileiro dos Fundos Mútuos de Privatização. O sucesso dessas privatizações vai depender, principalmente das condições políticas, das peculiaridades do ativo estatal objeto da privatização e da percepção da sociedade sobre a presença do Estado e das (in)eficiências associadas. A evidência empírica disponível está centrada em alguns países do extinto bloco comunistas e de algumas experiências isoladas na Ásia e América Latina, de modo que a sua aplicabilidade em economias de mercado ocidentais ainda é uma questão aberta para o debate.



7. Referências Bibliográficas

ALEXANDROWICZ, Melinda Roth. Mass privatization programs (English). Public policy for the private sector ; FPD Note no. 4; Washington, D.C. : World Bank Group, 1994.

ALTSHULER, David S. Tunneling towards capitalism in the Czech Republic. *Ethnography*, v. 2, n. 1, p. 115-138, 2001.

BARJA, Gover; MCKENZIE, David; URQUIOLA, Miguel. Bolivian capitalization and privatization: Approximation to an evaluation. 2004.

BERG, Andrew; BERG, Elliot. Methods of privatization. *Journal of international affairs*, p. 357-390, 1997.

BLACK, Bernard S.; KRAAKMAN, Reinier; TARASSOVA, Anna. Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 178*. 2000.

BLANCHARD, Olivier J. et al. *The economics of post-communist transition*. Oxford: Clarendon press, 1997.

BLASI, Joseph. Corporate ownership and corporate governance in the Russian Federation. *Between state and market: Mass privatization in transition economies*, v. 23, p. 162, 1997.

BRADA, Josef C. Corporate governance following mass privatization. *Journal of Comparative Economics*, v. 44, n. 4, p. 1132-1144, 2016.

BORENSZTEIN, Eduardo; KUMAR, Manmohan S. Proposals for privatization in Eastern Europe. *Staff Papers*, v. 38, n. 2, p. 300-326, 1991.

BOYCKO, Maxim; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Voucher privatization. *Journal of Financial Economics*, v. 35, n. 2, p. 249-266, 1994.

CLAESSENS, Stijn. Corporate governance and equity prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics. *The World Bank*, 1997.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon. Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic. *Journal of comparative economics*, v. 27, n. 3, p. 498-513, 1999.

DE VALORES MOBILIÁRIOS, CVM Comissão. Instrução Normativa nº. 278. Dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização-FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do Fundo de Garantia

de Tempo de Serviço-FGTS.

FEIGE, Edgar L. et al. The transition to a market economy in Russia: property rights, mass privatization and stabilization. *A fourth way*, p. 57-78, 1994.

FRYDMAN, Roman et al. *Markets And Institutions In Large Scale Privatizations-An Approach To Economic And Social Transformations In Eastern Europe*. 1990.

FRYDMAN, Roman et al. When does privatization work? The impact of private ownership on corporate performance in the transition economies. *The quarterly journal of economics*, v. 114, n. 4, p. 1153-1191, 1999.

FRYDMAN, Roman et al. The limits of discipline: ownership and hard budget constraints in the transition economies. *Economics of Transition*, v. 8, n. 3, p. 577-601, 2000.

GIERSCH, Herbert (Ed.). *Privatization at the End of the Century*. Springer Science and Business Media, 2012.

GOEKING, Weruska. Investiu o FGTS em Vale e Petrobras? Veja o que aconteceu e o que fazer agora. *Valor Investe*, 2019. Disponível em <<https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2019/07/12/investiu-o-fgts-em-vale-e-petrobras-veja-o-que-aconteceu.ghtml>>. Acesso em 29/08/2020

HANOUSEK, Jan; KROCH, Eugene A. The two waves of voucher privatization in the Czech Republic: A model of learning in sequential bidding. *Applied Economics*, v. 30, n. 1, p. 133-143, 1998.

HARPER, Joel T. The performance of privatized firms in the Czech Republic. *Journal of Banking & Finance*, v. 26, n. 4, p. 621-649, 2002.

HASHI, Iraj. The Polish national investment fund programme: Mass privatisation with a difference?. *Comparative Economic Studies*, v. 42, n. 1, p. 87-134, 2000.

HINGORANI, Archana; LEHN, Kenneth; MAKHIJA, Anil K. Investor behavior in mass privatization: The case of the Czech voucher scheme. *Journal of Financial Economics*, v. 44, n. 3, p. 349-396, 1997.

IRDAM, Darja; SCHEIRING, Gabor; KING, Lawrence. Mass Privatization. In: *Palgrave Dictionary of Emerging Markets and Transition Economics*. Palgrave Macmillan, London, 2015. p. 488-507.

KING, Lawrence P.; SZNAJDER, Aleksandra. The state-led transition to liberal capitalism: Neoliberal, organizational, world-systems, and social structural explanations of Poland's economic success. *American Journal of Sociology*, v. 112, n. 3, p. 751-801, 2006.

KING, Lawrence; TRESKOW, Jakow. Understanding the Russian oil sector. *Canadian Foreign Policy Journal*, v. 13, n. 2, p. 77-92, 2006.

KOZARZEWSKI, Piotr. Privatization and corporate governance in Poland: Problems and trends. Available at SSRN 1016055, 2006.

Realização:

EVEX

