

3

Privatização e governança empresarial no Brasil

Luiz R. de Mello Jr.*

* Da Universidade de Kent, Reino Unido. Correspondência para:
Fiscal Affairs Department
International Monetary Fund
Suite 3-700
700 19th Street
Washington, DC, 2034-1
USA

1. Introdução

Nos últimos anos, a reforma das empresas estatais tornou-se parte integrante da maioria dos programas de estabilização macroeconômica implementados em todo o mundo. Os principais instrumentos utilizados para a reforma destas empresas foram a privatização e a redução da força de trabalho. Em especial na América Latina, a busca pela consolidação fiscal acrescentou outra importante dimensão à reforma das empresas públicas.¹ Não obstante, um aspecto da reforma das empresas estatais que ainda demanda uma análise mais detalhada por parte dos dirigentes econômicos e profissionais da área é o impacto da desestatização na governança empresarial.

Há várias definições distintas de governança empresarial. De modo geral, pode ser definida como os mecanismos econômicos e institucionais que garantem uma remuneração “justa” aos provedores de capital às empresas [Zingales (1997) e La Porta *et al.* (1996 e 1997)].² A reforma das empresas estatais e especialmente a privatização são os instrumentos para a reformulação dos sistemas de governança empresarial. Isto se deve ao fato de a privatização promover mudanças institucionais e estruturais nos mercados de produto e de mão-de-obra, bem como mudanças na estrutura acionária das empresas, favorecendo assim o setor privado. Por outro lado, a melhora da governança empresarial estimula o desenvolvimento do setor privado e, por sua vez, facilita o acesso das empresas a novas fontes de financiamento.

Como a governança empresarial é um tópico amplo e multifacetado [ver Schleifer e Vishny (1997) e Zingales (1997)], este artigo irá se concentrar na relação entre a reforma das empresas estatais, com ênfase na privatização, e a melhoria da governança empresarial no Brasil. Antes de 1994, os desequilíbrios macroeconômicos, a inflação crônica e a volatilidade das taxas de juros desestimularam o desenvolvimento do mercado de ações e de renda fixa no Brasil, tornando assim o autofinanciamento uma opção mais atraente para a estrutura de capital das empresas brasileiras. Mais

1 Muito já foi dito sobre as repercussões macroeconômicas destes programas de reforma. Ver Castelar e Giambiagi (1999) e Carneiro e Rocha (1999), para mais detalhes.

2 Em termos mais formais, a teoria da governança empresarial estuda as modalidades de acesso das empresas a fontes de financiamento. Também inclui a composição da estrutura de capital das empresas entre o auto-financiamento e o financiamento externo (dívida e/ou ações).

recentemente, apesar do progresso na consolidação da estabilidade macroeconômica e do rápido desenvolvimento dos mercados de ações após 1994, a característica do setor empresarial brasileiro ainda é uma baixa alavancagem financeira e uma dependência excessiva do autofinanciamento. É necessário ainda desenvolver uma “cultura de acionistas” no país, já que apenas uma fatia relativamente pequena da riqueza privada está investida em ações. Com base nesse histórico, a principal questão é saber se a privatização conseguirá facilitar o acesso das empresas brasileiras aos mercados de ações e de renda fixa, modificando assim a estrutura de capital dessas empresas e favorecendo o financiamento externo nos próximos anos.

O restante deste artigo é organizado da seguinte forma: a Seção 2 faz uma breve revisão da teoria de governança empresarial, comparando os modelos de governança dos setores público e privado e enfatizando os aspectos financeiros da governança; a Seção 3 discorre sobre os fatos estilizados do acesso das empresas a fontes de financiamento no Brasil, especialmente ao financiamento de renda fixa, ações e autofinanciamento nos últimos anos (a seção também insere a experiência brasileira num cenário internacional); a Seção 4 enfoca as relações entre privatização e administração do setor público, seguida pela Seção 5 com a conclusão.

2. A teoria da governança empresarial

2.1. O setor privado

Basicamente, a governança empresarial pode ser descrita de duas maneiras. Primeiro, com base na teoria de contratos, a governança empresarial pode ser analisada do ponto de vista da dissociação entre propriedade e controle financeiro em um ambiente de informação imperfeita/incompleta. Em especial, a abordagem da teoria de contrato da governança empresarial é a seguinte [ver Aghion e Bolton (1992), Hart (1995) e Meza e Lockwood (1998)]: no setor privado, as empresas tomam empréstimos para financiar operações e investimentos. Os fornecedores de capital, chamados financiadores, esperam que os administradores obtenham as melhores taxas de retorno, distribuindo seus recursos em diferentes tipos de investimento. Como os financiadores não possuem informações precisas de como tais recursos são utilizados pelos administradores, eles perdem (pelo menos parcialmente) o controle sobre seu capital. Quase sempre, a elaboração de

contratos completos é difícil, a obtenção de informação é onerosa e pode ocorrer *rent seeking* por parte dos investidores.³ Se os financiadores monitorassem diretamente como os administradores investem seus fundos, os custos de transação e de obtenção de informações iriam aumentar e as taxas de retorno dos investimentos iriam diminuir, desestimulando assim os empréstimos – o problema da “retenção”. A concessão de empréstimos abaixo do nível ótimo no setor empresarial leva subseqüentemente ao subinvestimento e à alocação ineficiente de recursos na economia como um todo. Em termos mais formais, a distribuição de direitos de propriedade não-contratáveis sobre investimentos influi no poder de barganha dos administradores e financiadores sobre o retorno dos ativos, afetando, em última análise, a produtividade de tais ativos e a alocação de recursos em toda a economia.

Uma segunda vertente na literatura da governança empresarial concentra-se na minimização dos custos de financiamento. Devido à dissociação entre propriedade e controle, o autofinanciamento – a utilização de recursos próprios, tais como lucros não-distribuídos e fluxos de caixa – pode ser menos arriscado e, portanto, menos oneroso que o financiamento externo, tal como emissão de títulos de dívida e de ações. Isto ocorre porque não há separação entre propriedade e controle no caso de financiamento interno, já que o financiador e o administrador são a mesma pessoa, e o financiamento é feito sem perda de controle sobre o capital. O autofinanciamento tende a predominar quando a concessão de empréstimos é arriscada e os direitos de propriedade não estão completamente protegidos. As instituições de governança empresarial ineficientes não estimulam os investidores a abrir mão do controle sobre o capital pelo temor de expropriação ou remuneração “injusta”. O financiamento externo torna-se ineficaz devido ao custo, e as empresas dependem basicamente do financiamento interno.

No entanto, o autofinanciamento é ineficaz do ponto de vista da alocação de recursos na economia porque desestimula a intermediação financeira, que permite aos investidores com capital excedente maximizar a taxa de retorno nas empresas com capital próprio insuficiente. Estimula também a diversificação da carteira do setor empresarial, além de promover uma

3 O investimento oportunista ocorre porque a obtenção de informações é onerosa. Se um interessado investir recursos para obter uma informação sobre a saúde financeira e a credibilidade de uma empresa, sua decisão de investir (ou de não investir) transmitirá a informação a outros participantes do mercado. Assim, o risco do oportunismo impede este tipo de investimento.

divisão de riscos mais eficiente na economia. Conseqüentemente, o desenvolvimento da intermediação financeira facilita o acesso ao financiamento externo. Neste caso, o desenvolvimento do mercado de renda fixa provavelmente ocorre antes do desenvolvimento do mercado de ações, visto que os direitos de propriedade são mais facilmente protegidos em contratos de renda fixa [ver Schleifer e Vishny (1997)]. Em mercados financeiros maduros e desenvolvidos, o financiamento por instrumentos de renda variável tende a dominar a estrutura de capital das empresas. A escolha entre financiamento por ações e endividamento também depende, entre outras coisas, do ambiente macroeconômico, das instituições jurídicas, da estrutura dos mercados de produto e de mão-de-obra, além do desenvolvimento dos mercados de capitais.⁴

A experiência internacional com o financiamento externo oferece vários fatos estilizados. Em primeiro lugar, a baixa alavancagem é a marca registrada do modelo anglo-saxônico de governança empresarial. Um dos motivos pelos quais os instrumentos de renda variável predominam como a principal fonte de financiamento nesses países é a maior proteção legal dos direitos dos acionistas, especialmente dos acionistas minoritários [La Porta *et al.* (1996)], o que reduz os custos e riscos associados ao financiamento de capital próprio. No outro extremo do espectro financeiro estão os sistemas da Alemanha e do Japão, onde predomina o financiamento por instrumentos de renda fixa. O coeficiente de endividamento no período 1980/91 foi acima de três no Japão, na Coréia do Sul, na Europa Continental (França e Itália) e nos países escandinavos (Finlândia, Noruega e Suécia). Austrália, Canadá, Nova Zelândia, Reino Unido e Estados Unidos são países de baixa alavancagem, onde o coeficiente de endividamento das empresas situa-se abaixo de dois [ver Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1996)].

Na maioria dos países em desenvolvimento, a escolha entre financiamento interno/externo e entre endividamento e emissão de ações, no caso do financiamento externo, é afetada pela instabilidade macroeconômica e volatilidade do mercado de capitais, por um lado, e pela inadequação das instituições de governança empresarial, intermediação financeira e instituições jurídicas, por outro lado. A volatilidade macroeconômica desestimula o financiamento externo por aumentar os riscos e abalar a confiança na economia. Podemos assim identificar um círculo vicioso nesses países

4 O *mix* de ações-dívida é afetado pelo sistema tributário do país: diferenças na tributação dos ganhos de capital, dividendos e pagamentos de juros afetam a carga tributária da empresa para determinados ativos, fazendo com que alguns tipos de financiamento sejam mais atraentes do que outros [Glen e Pinto (1994)].

em que a inadequação das instituições de governança empresarial desestimula o financiamento externo, que, por sua vez, reduz os incentivos para o aperfeiçoamento dos sistemas e instituições de governança.

2.2. O setor público

Analogamente à abordagem da governança empresarial sob o ponto de vista do controle proprietário, no setor público os contribuintes transferem recursos para o governo (impostos e taxas) em troca do fornecimento de bens e serviços públicos. No entanto, a governança do setor público é mais complexa que a do setor empresarial pela presença de um terceiro agente: os políticos. Os burocratas, como são chamados os administradores das empresas públicas na literatura [ver Niskanen (1975)], preocupam-se basicamente com a maximização de seu orçamento e não com a redução dos custos de operação e prestação de serviços. Quanto maior o orçamento, maior será o seu prestígio político e maiores as perspectivas de progredir na carreira. Os políticos são motivados pelo retorno político obtido com o gasto público, já que é isto que satisfaz o eleitorado. Como resultado, transferem o dinheiro dos contribuintes para as entidades governamentais independentemente da relação custo/benefício de seus atos. Os direitos de controle estão totalmente dissociados do fluxo de caixa ou dos direitos de propriedade, já que a propriedade está pulverizada entre os contribuintes.

Além da limitada relação entre custo e benefício, fatores como estabilidade no emprego, responsabilidade limitada na prestação de contas e direitos trabalhistas generosos constituem fracos incentivos para a eficiência no setor público e estimulam a negligência dos funcionários desse setor. O fraco desempenho, no caso das estatais, tende a resultar em perdas freqüentemente financiadas pelos contribuintes. A falta de legislação regulamentando as falências e concordatas e as restrições à maximização de rentabilidade com base no mercado reduzem o incentivo à prudência financeira e à probidade administrativa no setor público. Com freqüência, as estatais dependem do crédito subsidiado pelo governo, o que resulta numa distribuição ineficaz do crédito na economia, reduzindo o financiamento do setor privado. Essas empresas também tendem a depender do financiamento externo para a emissão de títulos de dívida que, geralmente, são garantidos pelo governo. Isto cria obrigações contingenciais para o governo que, com freqüência, têm um impacto negativo sobre o orçamento. O financiamento de capital próprio também pode ocorrer no caso de empresas estatais com registro em bolsa, mas orçamentos fracos e contabilidade

não-transparente tendem a obscurecer os mecanismos pelos quais as estatais escolhem sua estrutura ideal de capital. Esses fatores explicam as diferenças de produtividade entre os setores público e privado que já foram objeto de intensa análise na literatura [ver Kikeri, Nellis e Shirley (1992) e Boycko, Schleifer e Vishny (1996)].

A governança pública também tem uma dimensão federal, analisada posteriormente com mais detalhes. Em alguns casos, a delegação dos poderes de gasto para escalões inferiores de governo, como no caso de federações e administrações descentralizadas, pode criar incentivos adicionais para uma administração inepta. Isto porque, em um ambiente de informação imperfeita/incompleta, o governo perde o controle de como os escalões mais baixos de governo ou as entidades descentralizadas fazem uso dos recursos para eles transferidos. O controle residual pode ser explorado por essas entidades, levando a uma distribuição ineficiente dos fundos públicos.⁵

3. Governança empresarial no Brasil

3.1. As fontes de financiamento

No Brasil, a estrutura de capital do setor empresarial tem sido determinada basicamente por fatores macroeconômicos. Durante a maior parte dos anos 80, a ausência de um mercado de títulos de dívida eficaz limitou as opções de financiamento por instrumentos de renda fixa, apesar das baixas, e com freqüência negativas, taxas de juros e da predominância dos bancos estatais na criação de crédito, principalmente de longo prazo.⁶ No início dos anos 90, o financiamento por títulos de dívida foi desestimulado por uma política monetária mais restritiva e por taxas de juros mais altas. Como resultado, as empresas dependiam do financiamento interno para reduzir os custos de financiamento. A criação de agências e/ou afiliadas financeiras ou bancárias em grandes empresas/*holdings* reduziu o custo do financiamento interno e permitiu um *hedging* mais eficaz contra a inflação, principalmente a curto prazo. O financiamento através de capital acionário foi deses-

5 A literatura do federalismo fiscal destaca o risco de um viés deficitário em governos descentralizados [Mello Jr. (1999)].

6 O coeficiente médio de endividamento do Brasil no período 1980/91 foi menor que um, como, por exemplo, no México e na Malásia [Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1996)].

timulado pelos altos custos de emissão, fruto da falta de concorrência entre os bancos de investimento e da proibição da participação estrangeira nos mercados acionários domésticos (até 1991).

No período após 1994, o progresso na consolidação da estabilidade macroeconômica, o aumento da concorrência nos mercados de capitais e o acesso ao capital estrangeiro conferiram às empresas brasileiras um conjunto mais amplo de instrumentos de financiamento. Como discutiremos mais adiante, acredita-se que a privatização será um agente catalisador do processo de racionalização não apenas pelo desenvolvimento do setor privado, mas também pela reformulação do sistema brasileiro de governança empresarial e pela alteração da estrutura de propriedade da economia em favor do setor privado. A seguir, apresentamos uma análise mais detalhada dos diferentes instrumentos de financiamento no caso brasileiro.

3.1.1. Financiamento externo: participação acionária

Na ausência de mercados de capital eficientes, a participação acionária é uma fonte de financiamento externo menos atraente do que o financiamento por indvidamento. Mercados pequenos ou sem liquidez tornam onerosas a administração de risco e a diversificação de carteira, e ainda desestimulam a coleta e o monitoramento de informações pelo mercado. No Brasil, a volatilidade macroeconômica e a inflação crônica nos anos 80 e início dos anos 90 resultaram na limitação da emissão de ações como sugerido acima. No entanto, as bolsas de valores brasileiras são de longe, entre as bolsas latino-americanas, as maiores e as que apresentam o maior índice de liquidez em termos do número de empresas com registro em bolsa, giro anual e capitalização do mercado (Tabela 1).

As principais características dos mercados de capital brasileiros são as seguintes:

- As ações brasileiras estão subapreciadas quando comparadas às dos países da América Latina listadas na Tabela 1, tendo um baixo índice de preço/valor acionário. Com frequência, os índices preço/valor patrimonial situam-se abaixo de um, o que desestimula o financiamento por capital acionário.
- De acordo com a Tabela 2, há alta concentração acionária no Brasil, assim como nos demais países da América Latina.

Tabela 1

Privatização e desenvolvimento do mercado de ações – 1993/97

Indicadores	1993	1994	1995	1996	1997 ^a
Número de empresas registradas em bolsa					
Rio de Janeiro	570	576	570	577	
São Paulo	550	544	543	551	557
Buenos Aires (Argentina)	180	156	149	147	148
Santiago (Chile)	263	279	284	291	287
México (México)	190	206	185	193	189
Giro anual (US\$ bilhões)					
Rio de Janeiro	7,5	16,9	10,0	14,1	
São Paulo	49,9	92,5	69,2	98,0	95,0
Buenos Aires (Argentina)	10,3	11,4	4,6	4,4	12,2
Santiago (Chile)	2,8	5,3	11,1	8,5	4,0
México (México)	62,4	83,0	34,4	43,0	20,9
Capitalização do mercado (US\$ bilhões)					
São Paulo e Rio de Janeiro	99,4	189,3	147,6	217,0	283,2
Buenos Aires (Argentina)	44,0	36,9	37,8	44,7	54,7
Santiago (Chile)	44,6	68,2	73,9	65,9	81,2
México (México)	200,7	130,2	90,7	106,5	131,8
Índice P/R do mercado					
São Paulo e Rio de Janeiro	12,6	13,1	36,3	14,5	17,4
Buenos Aires (Argentina)	41,9	17,7	15,0	38,2	29,5
Santiago (Chile)	20,0	21,4	17,1	14,6	19,5
México (México)	19,4	17,1	28,4	16,8	20,7
Rendimento dos dividendos (%)					
São Paulo e Rio de Janeiro	0,4	0,7	3,4	2,3	2,5
Buenos Aires (Argentina)	2,3	2,9	3,5	2,9	2,5
Santiago (Chile)	2,7	2,4	3,5	3,9	4,0
México (México)	1,6	1,8	1,1	1,5	1,5
Índice preço mercado/Valor patrimonial					
São Paulo e Rio de Janeiro	0,5	0,6	0,5	0,7	1,1
Buenos Aires (Argentina)	1,9	1,4	1,3	1,6	2,0
Santiago (Chile)	2,1	2,5	2,1	1,6	1,9
México (México)	2,6	2,2	1,7	1,7	2,1
Resultados da privatização ^b (US\$ bilhões)					
Brasil	2.718 (8)	1.697 (14)	992 (8)	4.099 (8)	4.373 (4)
Argentina	4.732 (35)	890 (24)	1.208 (9)	552 (6)	0 (0)
Chile		128 (5)	13 (3)	519 (2)	0 (0)
México	2.131 (22)	766 (12)	167 (8)	1.400 (1)	0 (0)

Fonte: BankBoston, *Emerging Markets Investor Fact Book 97/98*.

^aFinal de junho/julho.

^bNúmero de vendas/*floatings*/emissões em parênteses.

- Desde 1997, o estoque de ativos privatizáveis transacionados em bolsas concentrou-se nos setores de telecomunicações, empresas de serviços públicos e de transportes que dominam as bolsas do país (Tabela 2).⁷
- As empresas estatais predominam entre as empresas com registro em bolsa. A Tabela 3, com base nos balanços patrimoniais de 1996, mostra que, embora as empresas estatais correspondam a apenas uma minoria de 40% das 50 maiores empresas com registro em bolsa, seu patrimônio total (aproximadamente R\$ 240 bilhões, com base em valores de 1996) corresponde a mais de 70% do total de ativos das 50 maiores empresas. Dada a estrutura federal do país, virtualmente 80% das empresas estatais de capital aberto e 65% de seus ativos combinados são de propriedade de governos subnacionais.

Tabela 2

Composição e concentração acionária nos mercados de ações

Companhias registradas em bolsa, por setor	Argentina	Brasil	Chile	México
Composição setorial (%) 1997				
Indústria	19,7	28,9	42,1	40,0
Transporte/Telecomunicações/Utilidades públicas	19,6	50,8	47,3	25,2
Financeiro	13,3	9,4	5,4	4,3
Outros	47,4	10,9	5,2	30,5
Concentração acionária				
Índice de concentração ^a				
Inclui governo	0,7	0,5	0,5	0,6
Exclui governo	0,3	0,5	0,4	0,6
Capital de mercado das 10 maiores empresas (US\$ milhões)				
Estatais	7.378	2.908	2.415	2.984
Privadas	1.237	2.185	2.330	2.984

Fontes: La Porta *et al.* (1996), para a concentração acionária, e BankBoston, *Emerging Markets Investor Fact Book 97/98*, para a composição setorial.

^aDefinido como o percentual médio das ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas nas 10 maiores empresas não-financeiras nacionais.

7 Isso coincide com a situação dos países da OCDE, onde as receitas de privatização no setor manufatureiro atingiram o pico em 1994 [OCDE (1998a)].

Tabela 3

Indicadores do mercado de ações: composição acionária

Tipo de propriedade	Número de empresas registradas em bolsa	%	Total de ativos (R\$ milhões)	%	Renda líquida (R\$ milhões)	%
Estatal	20	40	238.611	73	53.838	50
Capital aberto	14	28	151.369	46	45.567	43
Das quais subnacionais	11	79	98.950	65	20.565	45
Capital fechado	6	12	87.242	27	8.271	8
Das quais subnacionais	1	17	10.081	12	488	6
Privadas	30	60	88.072	27	52.831	50
Capital aberto	23	46	72.395	22	37.808	35
Das quais antigas estatais	9	39	44.658	62	13.299	35
Capital fechado	7	14	15.677	5	15.023	14
Das quais antigas estatais	0	0	0	0	0	0

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, *Conjuntura Econômica*, ago. 1997.

Obs.: Amostra: 50 maiores empresas registradas nas bolsas brasileiras, com base nas informações disponíveis nos balanços de 1996. Os dados excluem as *holdings* (como a Telebrás).

Com base no descrito acima, estima-se que a privatização venha a afetar o desenvolvimento do mercado de capitais e a governança empresarial, com base nos seguintes fatores:

- Aumento dos volumes de transação e preços das ações. Embora devamos ser cautelosos porque a crise do México em 1994/95 ainda é visível nos dados, os valores P/VPa e os rendimentos de dividendos aumentaram desde 1995, simultaneamente com as receitas de privatização. Na Argentina e no México, os valores P/VPa tiveram um aumento acentuado no pico das privatizações em 1993. No Chile, os rendimentos de dividendos atingiram o pico no auge das privatizações (1996). No entanto, o giro e a capitalização do mercado não parecem ter sido afetados pelas privatizações nesses países, o que pode ser atribuído à turbulência nos mercados internacionais e/ou ao desenvolvimento de fontes alternativas de financiamento relacionadas à privatização.
- Alteração na propriedade acionária em favor do setor privado. Na amostra das 50 maiores empresas com registro em bolsas brasileiras, a tabela mostra que aproximadamente 40% das empresas privadas com

capital aberto são antigas empresas estatais e seus ativos combinados montam a 62% do total de ativos de empresas privadas de capital aberto. Ainda, apenas 14% das empresas privadas são de capital fechado, respondendo por apenas 5% do total de ativos combinados das 50 maiores empresas. Em sua maioria, trata-se de empresas familiares,⁸ freqüentemente sem monitoramento externo e que dependem exclusivamente do autofinanciamento e de endividamento como fontes principais de financiamento.

- Redução da concentração acionária e diluição dos direitos de controle.⁹ A concentração acionária reduz a pressão dos acionistas para a melhoria da governança empresarial.

A diluição dos direitos de controle pode ser desestimulada pela emissão limitada de ações com direito a voto pelas empresas brasileiras registradas em bolsas. Esse fato, aliado a participações acionárias verticais e horizontais cruzadas, permite aos acionistas majoritários controlar uma empresa com uma propriedade mínima de capital e dissociar os direitos de controle dos direitos de propriedade acionária.¹⁰ Como seu investimento está comprometido, os financiadores são obrigados a abdicar de uma fatia maior dos direitos de controle do que no caso em que há uma proporção maior de ações com direito a voto. As ações com direito a voto são normalmente negociadas com ágio, dados os benefícios significativos do controle, aumentando assim a receita da empresa que emitiu as ações. A expropriação dos acionistas minoritários ou detentores de ações sem direito a voto é mais provável nessas circunstâncias, o que também reduz as possibilidades de investimento externo e faz com que os investidores minoritários relutem em investir. É provável também que a privatização estimule o financiamento de capital próprio através da emissão de mais ações com direito a voto. Nesse caso, o financiamento pelo mercado acionário pode ser estimulado pela privatização à medida que a tendência em relação à emissão de ações

8 As questões empíricas importantes no financiamento das empresas são: primeiro, se as controladas pelo proprietário ou acionista majoritário, principalmente as familiares, podem vir a ter um desempenho melhor do que as controladas por um administrador; e, segundo, em qual ambiente macroeconômico ou institucional o tipo de controle estimula o desempenho empresarial. Entre outros, a ligação desempenho-controle depende da organização industrial e da concentração acionária.

9 Na Argentina, de acordo com a Tabela 2, o índice de concentração acionária é reduzido pela metade quando o governo é excluído.

10 A legislação brasileira permite uma divisão de um terço/dois terços entre ações com e sem direito a voto. Portanto, o controle pode ser garantido com a propriedade de apenas um sexto do capital da empresa.

sem direito a voto seja reduzida e haja uma proteção mais efetiva dos direitos dos acionistas minoritários.

A diluição dos direitos de controle também é afetada pelo tipo de privatização. A oferta pública tende a diluir os direitos de controle e a ampliar a base de acionistas. Por outro lado, as *trade sales* tendem a preservar os direitos de controle dos novos investidores. Como resultado, a infusão de *know-how* administrativo e técnico é estimulada, e um ágio é cobrado pelo controle, garantindo assim a maximização das receitas de privatização, especialmente quando investidores estrangeiros têm participação ativa nos programas de privatização. No Brasil, as ofertas públicas são limitadas e a maior parte das privatizações ocorreu através de leilões de controle acionário. Na ausência de problemas significativos no mercado, espera-se o surgimento e a consolidação de uma “cultura de acionistas” com a participação crescente de investidores institucionais domésticos, tais como fundos de pensão ou fundos mútuos e companhias de seguros nas negociações, além de investidores de varejo nas ofertas públicas. A predominância de investidores institucionais nas colocações de privatização no Brasil, não apenas absorveu uma parte da demanda do varejo como também facilitou a participação dos investidores estrangeiros.

Nossa consideração final é que os investidores institucionais (bancos, fundos de pensão, fundos mútuos, companhias de seguros) surgiram como importantes investidores no programa brasileiro de desestatização, como pode ser visto na Tabela 4. Em termos de governança empresarial, várias considerações podem ser feitas para cada tipo de investimento (Tabela 5).¹¹ Dois pontos importantes podem ser destacados:

- Os pequenos investidores são desencorajados pelo tamanho do programa brasileiro de privatização, mas a predominância de investidores institucionais pode estimular a diluição dos direitos de controle, e espera-se que isso tenha um impacto importante sobre a governança empresarial.
- A privatização pode falhar no que se refere à melhoria da governança empresarial se a nova estrutura acionária e a organização da empresa intensificarem os conflitos entre as partes interessadas.¹² É provável que

11 Ver Cho (1998), para uma análise empírica da relação entre estrutura acionária e desempenho empresarial.

12 De acordo com o BNDES (1997), até dezembro de 1997, quando as ações foram oferecidas aos funcionários, a subscrição de fato variou de 3% a 20% do total de ações, contra aproximadamente 20% no caso de investidores estrangeiros e 25% no caso dos fundos de pensão.

Tabela 4

Composição acionária das empresas privatizadas – até dezembro de 1997

(%)

	% do total	Por setor							Por tamanho	
		Aço	Petro- química	Elétrica- dade	Serviços públicos	Manu- fatura	Mine- ração	Bancos	Privada grande	Privada pequena
Mesmo setor	62,7	60,4	81,6	61,4	43,7	65,0	80,0	100,0	48,1	82,2
Bancos	14,1	30,3	24,2	17,6	26,0	34,5	77,1		37,6	29,4
Fundos de pensão	3,5	24,9	11,2		35,0	12,5	5,0		14,5	15,0
Funcionários	4,0	13,2	7,9	8,8	10,0	7,5	20,0		10,5	9,1
Capital estrangeiro	0,2	1,8	1,8			2,0				2,0
Outros	15,5	14,7	8,0	12,1	47,6	17,4	8,9		19,6	9,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Número de empresas	56	8	30	2	8	5	2	1	4	37

Fonte: BNDES (1997).

Obs.: “Bancos” incluem instituições financeiras, bancos de investimento e fundos de investimento. “Capital estrangeiro” exclui as partes interessadas antes da privatização. “Grandes privatizações” são aquelas em que o preço de venda situa-se acima de US\$ 1 bilhão. “Pequenas privatizações” são aquelas em que o preço de venda situa-se abaixo de US\$ 200 milhões.

isso ocorra quando empregados, fornecedores de equipamentos e/ou concorrentes se tornem importantes acionistas das empresas alienadas (Tabela 5). Esses conflitos de interesse não incentivam a prudência administrativa e o aumento da produtividade através da reestruturação e redução da força de trabalho. Na verdade, uma pesquisa recente [Rajan e Zingales (1998)] mostrou que, além da questão do controle acionário, a governança empresarial é afetada pela organização interna das empresas.

3.1.2. Financiamento externo: endividamento

No início dos anos 90, uma política monetária conservadora, altas taxas de juros e inflação crônica impuseram severas limitações ao financiamento externo em geral e ao endividamento em particular.¹³ Uma análise mais

13 Utilizando dados agregados ao nível da firma para uma amostra de 30 países em desenvolvimento e subdesenvolvidos no período 1980/91, Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1995) concluíram que o financiamento por instrumentos de renda fixa é inversamente relacionado à inflação.

Tabela 5

Privatização e nova composição acionária

Novos proprietários	Setores/Atividades preferidas	Vantagens	Desvantagens
Empresas do mesmo setor (fornecedores, concorrentes, principais clientes)	<ul style="list-style-type: none"> – Fabricação e setores com investimento intensivo em ativos fixos. – Setores com acordos complexos entre fornecedores/compradores. 	<ul style="list-style-type: none"> – Criação de economias de escala com redução de custos. – Fortalecimento de ligações retroativas na economia. – Envolvimento ativo na administração. 	<ul style="list-style-type: none"> – Redução da concorrência e transparência administrativas, via concentração acionária. – Riscos de transferência de ativos pelos investidores que não detêm controle nas <i>holdings</i>. – Proliferação de <i>holdings</i> cruzadas.
Investidores Institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos, companhias de seguro)	<ul style="list-style-type: none"> – Atividades com alto retorno, setores com rápido crescimento. 	<ul style="list-style-type: none"> – Carteiras consideráveis de investimento. – Pressão para divulgação de informações em tempo hábil, monitoramento direto do acionista e melhores padrões contábeis. – Maior incentivo para investimento estrangeiro. – Reduz a discricão administrativa (redução de problemas com agências). 	<ul style="list-style-type: none"> – Pouco incentivo à votação porque a participação/monitoração ativa é onerosa (investimento passivo). Solução: utilização de delegação por procuração, votação do administrador, votação compulsória e/ou incentivos fiscais para votação. Alternativamente, um <i>equity cap</i> pode ser imposto aos investidores institucionais. – Grande fatia de fundos de pensão de estatais nas operações de desinvestimento. – Proliferação de <i>holdings</i> cruzadas (agravamento dos problemas de controle-propriedade) e sistema com informações privilegiadas de governança empresarial. – Conflito entre grandes acionistas controladores e acionistas externos minoritários (agravamento dos problemas de agência, entrenchamento dos administradores).
Empregados	<ul style="list-style-type: none"> – Setores com alto índice de sindicalização. 	<ul style="list-style-type: none"> – Alinhamento de interesses (administração/empregados/acionistas) na reestruturação. – Melhoria na utilização do capital humano (treinamento, relacionamento entre empregados, esquemas de remuneração: ações dos empregados ou planos de opção, esquemas de remuneração relacionados ao desempenho). 	<ul style="list-style-type: none"> – Pouco incentivo para melhoria da produtividade/desempenho, via entrenchamento da mão-de-obra. Solução: pacote generoso de demissão voluntária. – Pouco incentivo à reestruturação após a privatização. – Conflitos entre acionistas controladores e acionistas minoritários (agravamento dos problemas de controle pela utilização de informações privilegiadas).

detalhada do sistema bancário brasileiro fornece duas razões básicas para o modesto grau de endividamento no setor empresarial brasileiro. Primeiro, anos de contínua inflação alta e volatilidade macroeconômica criaram um setor bancário dividido. Os ganhos relacionados à inflação e as regulamentações reduziram a concorrência de preço no setor bancário e perpetuaram a ineficiência operacional, principalmente no processo de concessão de crédito. O lento crescimento no crédito e o excesso de funcionários reduziram a produtividade. A inflação crônica desviou a ênfase sobre atividades tradicionais de concessão de crédito e recebimento de depósitos para a compensação rápida das transações, processamento de pagamentos e administração de caixa como a principal fonte de lucro do setor. O controle de preços em determinadas atividades (principalmente poupança e crédito imobiliário), por um lado, e empréstimos subsidiados pelos bancos estatais, por outro, criaram entraves ao aumento da produtividade no sistema bancário privado.

Segundo, além da dicotomia entre bancos com alto e baixo grau de eficiência no setor privado, a grande fatia de empréstimos do governo na criação total de crédito produziu uma outra dicotomia no setor bancário. Os bancos públicos tendem a ser menos eficientes que os privados pelo excesso de funcionários e de agências, burocracia e interferência política nos critérios de empréstimos, avaliação da capacidade financeira para obtenção de crédito e administração da carteira de empréstimos. A participação garantida no mercado, através de depósitos automáticos dos salários de funcionários públicos, e a administração dos ativos do governo também enfraquecem os incentivos para a concorrência na prestação de serviços e a redução de custos através de ganhos de produtividade.

Como resultado, bancos com baixa produtividade – caracterizados pela organização ineficiente de funções e tarefas e baixa intensidade de capital/tecnologia no *mix* de pagamento – coexistiram lucrativamente com bancos de alta produtividade, de tamanho e perfil de clientela similares. Como mostra a Tabela 6, com base nos balanços patrimoniais dos 50 maiores bancos em operação no Brasil, os bancos estatais respondem por 46% do total de ativos, 54% da criação de crédito e 57% do total de depósitos desses 50 maiores bancos. A fatia dos bancos estrangeiros no total de ativos, créditos e depósitos situa-se na faixa de 5% a 7%. Desde 1997, no entanto, o setor bancário abriu suas portas para a participação estrangeira, e a fatia dos bancos estrangeiros no total de ativos aumentou para cerca de 20% a 25%, índice comparável ao da Argentina e dos Estados Unidos.

Tabela 6

Indicadores do setor bancário

	Indicador	Valor (US\$ milhão)	Participação (%)
Todos os bancos	Ativo total	455.378	100
	Valor líquido	37.292	100
	Operações de crédito	155.777	100
	Depósitos	203.131	100
Bancos estatais	Ativo total	208.700	46
	Valor líquido	12.128	33
	Operações de crédito	82.634	54
	Depósitos	116.367	57
Bancos estrangeiros	Ativo total	33.274	7
	Valor líquido	2.508	7
	Operações de crédito	7.881	5
	Depósitos	7.703	4

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, *Conjuntura Econômica*, ago. 1997.

Obs.: A amostra incluiu os 50 maiores bancos registrados no Brasil, utilizando informações disponíveis nos balanços de 1996.

No setor bancário/financeiro, espera-se que a privatização:

- Reduza a concentração patrimonial e de criação de crédito, criando assim novas fontes de financiamento. Estima-se que os ganhos de produtividade no varejo venham acompanhados de uma exposição crescente em atividades não-varejistas, promovendo assim o desenvolvimento do setor financeiro.
- Promova o desenvolvimento do setor financeiro com a entrada de bancos estrangeiros e de especialistas em produtos não-bancários (seguros, hipotecas, fundos mútuos), o que tende a acelerar a adoção e disseminação de melhores práticas, normas e operações, bem como o aumento da liquidez e o progresso tecnológico.
- Estimule a consolidação do setor bancário. Acredita-se que os bancos nacionais e estrangeiros com alta produtividade irão adquirir bancos estaduais a serem privatizados e instituições nacionais com baixa produ-

tividade, melhorando assim a governança empresarial no setor como um todo.

- Mude a ênfase na atividade dos bancos estatais, voltando-os para o varejo, principalmente para atender aos clientes de baixa renda, em detrimento das atividades de investimento. Uma utilização mais eficiente e eqüitativa dos recursos públicos é esperada nesse caso. Isto é particularmente verdadeiro em nível subnacional, já que se espera que uma fatia significativa dos bancos estatais seja privatizada num futuro próximo. A retirada do setor de investimentos, principalmente em nível subnacional, provavelmente irá reduzir o crédito para governos subnacionais, acelerar a consolidação de suas posições fiscais e disciplinar a administração da dívida subnacional.

A privatização também pode afetar a governança empresarial da seguinte maneira: em termos de financiamento externo, ações e dívida são, com freqüência, consideradas como instrumentos substitutos. A evidência empírica relatada na literatura [Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1995)] sugere que o efeito de substituição entre ações e dívida é observado apenas em mercados de capitais maduros e bem estabelecidos. No entanto, nas economias emergentes, o desenvolvimento dos mercados de capitais está associado a um aumento, tanto no financiamento por ações como por endividamento, de maneira que ambas as opções podem ser complementares. Subseqüentemente, com o desenvolvimento dos mercados de capitais, novas oportunidades podem ser criadas para uma administração de riscos mais eficiente e para a criação de crédito no setor bancário, permitindo às empresas aumentar a alavancagem. Com base nesse quadro, espera-se que a privatização no Brasil fomente tanto o financiamento por dívida como por ações, dada a baixa alavancagem do setor empresarial brasileiro e o rápido desenvolvimento dos mercados de capitais, bem como os ganhos de eficiência do setor bancário privado nos últimos anos.

3.1.3. Novas fontes de financiamento: o impacto da reforma das empresas públicas

É provável que os desenvolvimentos induzidos pela privatização nos mercados de ações e de dívida criem novas fontes de financiamento e, principalmente, um acesso mais fácil e menos oneroso ao capital estrangeiro. A liberalização do regime de comércio e de investimentos é parte integrante da reforma estrutural no Brasil, e até o momento teve um papel

indispensável na consolidação da estabilidade macroeconômica. Como resultado, os investidores estrangeiros estão encontrando novas oportunidades no Brasil e as empresas estão tendo acesso a uma gama maior e mais diversificada de alternativas de financiamento. É provável que a diversificação global das carteiras de investimento amplie as opções de financiamento internacional, leve a uma distribuição mais eficaz de capital e aumente a pressão sobre o desempenho empresarial. Quando as empresas buscam o capital dos investidores em ações, há a necessidade de mais divulgação e transparência, forçando assim as empresas locais a adotarem normas contábeis internacionais e melhores práticas administrativas.

Na América Latina, há evidências do maior acesso de empresas nacionais ao capital estrangeiro apesar dos reveses causados pela crise mexicana de 1994/95, as crises na Ásia e da Rússia em 1997/98. No que se refere aos mercados de ações, a Tabela 7 mostra que o pico das receitas de privatização na Argentina e no México coincidiu com a maciça captação de fundos através de Recibos de Depósitos de Ações (ADRs). Na verdade, a negociação de ações das antigas empresas estatais nos mercados estrangeiros tornou-se padrão nas economias em reforma na América Latina para fomentar os processos de privatização, aumentar a liquidez dos mercados de capitais nacionais e facilitar a injeção de capital nas empresas recentemente privatizadas. A privatização também estimula intensamente o Investimento Estrangeiro Direto (IED), embora não pareça haver correlação significativa entre a privatização e a emissão internacional de títulos de dívida nos países analisados. Além disso, acredita-se que o investimento estrangeiro direto, que está aumentando no setor bancário no Brasil, crie oportunidades para investidores estrangeiros no setor de serviços como um todo.

3.2. Instituições de governança empresarial

Como sugere North (1990), as instituições têm um papel proeminente na governança empresarial porque são determinantes importantes do espírito empreendedor. Boas instituições – normas contábeis, regulamentação bancária e financeira e legislação sobre direitos de propriedade – permitem que os indivíduos busquem alcançar objetivos produtivos em vez de proteger seus interesses contra a expropriação e o comportamento oportunista de administradores e de outras partes interessadas. Os sistemas de governança empresarial diferem basicamente em termos do marco regulatório e legal dos acordos contratuais, principalmente no que diz respeito à resolução de disputas e à execução da lei. Os direitos de propriedade dos acionistas e investidores

Tabela 7

Privatização e fontes de financiamento – 1993/97

Indicadores	1993	1994	1995	1996	1997 ^a
Receitas de privatização (US\$ milhão)					
Brasil	2.718 (8)	1.697 (14)	992 (8)	4.099 (8)	4.373 (4)
Argentina	4.732 (35)	890 (24)	1.208 (9)	552 (6)	0 (0)
Chile		128 (5)	13 (3)	519 (2)	0 (0)
México	2.131 (22)	766 (12)	167 (8)	1.400 (1)	0 (0)
Certificados de depósitos bancários (ADRs) (US\$ milhão)					
Brasil	132,5 (1)	1.039,6 (7)	282,8 (4)	440,1 (5)	0 (0)
Argentina	3.515,9 (11)	754,4 (7)	0 (0)	397,2 (4)	50 (1)
Chile	517,7 (7)	793,5 (11)	216,4 (3)	286,4 (4)	0 (0)
México	8.576,0 (41)	1.584,0 (17)	0 (0)	346 (8)	28 (1)
Emissão internacional de títulos (US\$ milhão)					
Brasil	5.501,1 (69)	3.317,8 (45)	5.222,7 (45)	9.919,9 (75)	9.048,2 (39)
Argentina		5.319,2 (43)	6.443,6 (28)	13.865,5 (63)	7.255,9 (25)
Chile		155,0 (2)	500,0 (6)	2.020,0 (12)	650,0 (3)
México		6.601,9 (32)	7.551,0 (24)	17.960,9 (35)	9.527,5 (3)
Investimento estrangeiro direto (entrada líquida) (US\$ bilhão) ^b					
Brasil	1,3	3,1	4,9	9,9	18,8
Argentina	2,5	3,1	4,2	4,3	6,3
Chile	0,8	1,8	1,7	4,1	5,4
México	4,4	10,1	9,5	7,6	12,0

Fontes: BankBoston, *Emerging Markets Investor Fact Book 97/98*.

^aFinal de junho/julho. Número de vendas/flutuações/emissões em parênteses.

^bBanco Mundial.

estrangeiros, a regulamentação do mercado de mão-de-obra e de produto e a legislação dos direitos do consumidor são exemplos mais amplos dos arranjos institucionais que afetam as práticas de governança.

Como sugerimos na Seção 2, é unânime a expectativa na melhoria da governança empresarial quando os direitos do credor e do acionista forem protegidos e quando houver uma melhor capacidade de monitoramento por parte dos investidores. Quando o risco de expropriação percebido pelos acionistas e credores diminui, as empresas se beneficiam do acesso a fontes externas de financiamento mais diversificadas e menos onerosas. As proteções regulatórias devem enfatizar a justiça, a transparência e a responsabilidade [OCDE (1998b)], sem as quais o acesso ao capital é limitado e oneroso e os níveis de investimento se reduzem na economia como um todo.

A escolha entre o financiamento por ações e endividamento depende da proteção legal dos acionistas [La Porta *et al.* (1996 e 1997)], já que as regras legais e sua execução determinam a boa vontade dos investidores em financiar as empresas. Esta escolha também é determinada pelas instituições, principalmente pelos estatutos da empresa, pelas leis de fusão e aquisição, pela regulamentação bancária/financeira e da bolsa de valores, pela legislação antitruste e pelas leis de falência e concordata/reestruturação. Os acionistas tendem a exigir uma proteção maior do que as outras partes interessadas porque é seu investimento que está em jogo. Isso inclui direito a voto e, em muitos casos, um compromisso expresso de lealdade por parte dos administradores. Em geral, os contratos de dívida dependem essencialmente de colateralização adequada, e é mais fácil avaliar os usados como colateral do que a empresa como um todo e a renda futura esperada, como no caso do financiamento de capital próprio. Por outro lado, quando há dificuldade na elaboração de contratos de dívida, as ações constituem uma opção para o financiamento externo.¹⁴ Os contratos de dívida são mais facilmente executáveis, e os credores beneficiam-se do direito de apropriação dos ativos utilizados como colateral para os empréstimos em caso de falência, de liquidação da empresa, de inadimplência das dívidas em aberto (retomada de ativos) e da remoção dos administradores por conduta inadequada ou fraco

14 Por exemplo, as empresas com ativos intangíveis que são intrinsecamente inadequados para uso como colateral tendem a recorrer ao financiamento por ações, bem como as jovens empresas com fluxo de caixa insuficiente para o serviço da dívida e aquelas que operam em mercados com crescimento acelerado, como o de tecnologia de informações. A especulação financeira e a regulamentação inadequada nas economias com crescimento acelerado, tais como as do Sudeste da Ásia até o final de 1997, também explicam o rápido crescimento do financiamento de capital em países com mercados de capital inexpressivos e instituições fracas.

desempenho. A inadimplência no pagamento das dívidas e a violação das cláusulas contratuais resultam na transferência do controle e na retomada dos ativos pelo credor.

Sabemos que há várias diferenças de qualidade das instituições nos diferentes países.¹⁵ As Tabelas 8 e 9 resumem as importantes características das instituições brasileiras e apresentam indicadores comparáveis com outros países latino-americanos, assim como os Estados Unidos, o Japão e a Alemanha. No caso dos mercados de ações, a concentração de propriedade reduz a pressão dos acionistas para a melhoria da governança empresarial. A regra uma ação/um voto significa que a ação ordinária tem um voto por ação, isto é, que o direito a dividendos está relacionado ao direito de voto. Casos como um número máximo de votos por acionista, independente do seu número de ações, bem como ações ordinárias de voto múltiplo e sem voto, violam a regra de uma ação/um voto.

Em termos dos direitos do credor, as leis brasileiras tendem a ser favoráveis à administração, já que garantem a manutenção automática dos ativos (não é permitido aos credores com garantias retomar o colateral quando houver uma petição de reestruturação financeira). Assim, os administradores e credores não-garantidos estão protegidos, ao contrário do credor garantido, já que ele não tem direito de retomada de ativos. Diferentemente do Brasil e do México, a legislação argentina protege os direitos do credor garantido à custa dos credores não-garantidos e administradores. No entanto, os credores participam ativamente da reestruturação financeira através, por exemplo, da nomeação de administradores durante o período de reestruturação. Com respeito a indicadores mais gerais, de estado de direito, o Brasil tem resultados relativamente bons no controle da corrupção, direitos de propriedade (risco de rejeição de contrato e expropriação), normas contábeis e legislação sobre direitos de propriedade. Contudo, o sistema judiciário é considerado mais fraco do que o dos países analisados.

Em termos de proteção aos acionistas minoritários (como o direito de processar os diretores), com base nos indicadores apresentados na Tabela 8, a legislação brasileira é comparável à do Chile e superior à da Argentina e do México, prevendo igualdade de tratamento para acionistas, direitos de minoria, obrigatoriedade de distribuição de dividendos e possibilidade de convocação de assembléia extraordinária de acionistas. Essas cláusulas

15 Em particular, La Porta *et al.* (1996) analisam os direitos do credor e acionista numa amostra de 49 países e mostram que a proteção legal dos investidores é melhor nos países de direito consuetudinário e pior nos países de direito civil, principalmente do tipo francês.

Tabela 8
Instituições financeiras

Indicadores	Brasil	Argentina	Chile	México	Estados Unidos	Alemanha	Japão
Direitos dos acionistas							
Uma ação, um voto	sim		sim				sim
Procuração por correio		sim			sim		
Ações bloqueadas antes da assembléia		sim		sim		sim	
Voto cumulativo para diretores		sim			sim		
Minoria oprimida	sim	sim	sim		sim		sim
% do capital social para convocação de assembléia	0,05	0,05	0,01	0,33	0,01	0,05	0,03
Distribuição obrigatória de dividendos	0,50	não	0,30	não	não	não	não
Direitos do credor							
Restrições para reestruturação	sim		sim			sim	
Retomada automática de ativos	sim	sim	sim	sim	sim		sim
Pagamento primeiro para credores com garantias		sim	sim		sim	sim	sim
Administradores mantidos na reestruturação	sim	sim	sim	sim	sim	sim	
Reserva legal necessária (% do capital)	0,20	0,20	0,20	0,20	não	0,10	0,25
Estado de direito^a							
Eficiência do sistema judiciário	5,75	6,00	7,25	6,00	10,00	9,00	10,00
Estado de direito	6,32	5,35	7,02	5,35	10,00	9,23	8,98
Corrupção	6,32	6,02	5,30	4,77	8,63	8,93	8,52
Risco de expropriação	7,62	5,91	7,50	7,29	9,98	9,90	9,67
Risco de rejeição de contrato	6,30	4,91	6,80	6,55	9,00	9,77	9,69
Avaliação das normas contábeis	54	45	52	60	71	62	65
Índice PC ^b	4,0	3,0	6,8	3,3	7,5	7,9	5,8

Fonte: La Porta *et al.* (1996).

^aNo estado de direito, os pontos variam de 0 a 10. Quanto mais alto, mais eficiente o sistema judiciário; quanto mais baixo, maior o risco de rejeição de contrato. A classificação das normas contábeis varia de 0 a 90. Quanto mais alto, melhores são os padrões contábeis. Ver La Porta *et al.* (1996) para mais detalhes.

^bPC (percepção da corrupção) é um índice projetado pela Transparency International (1988). A pontuação máxima é 10.

Tabela 9

Características institucionais do mercado

	Mercado de renda fixa, facilidade de acesso, restrições	Regulamentação do mercado de ações	Tributação sobre ações	Controles de capital	Conversibilidade da moeda
Brasil	Restrito.	– Apenas investidores institucionais aprovados. – Carteira de investimento institucional (Anexo IV).	15% imposto de renda de pessoa jurídica, imposto sobre ganhos de capital.	Sim	– Parcial – Múltiplas taxas de câmbio
Argentina	Livre.	Sem restrição para propriedade estrangeira.	Não	Não	Total
Chile	– 30% exigência de reserva sem incidência de juros por um ano. – Regulamentação detalhada.	Prazo mínimo de manutenção do investimento.	35% imposto sobre ganhos de capital, dividendos também sujeitos ao imposto de 35%.	Sim	Parcial
México	Livre.	Algumas ações apenas através de fundos de fideicomiso.	Não	Não	Total

Fonte: BankBoston, *Emerging Markets Investor Fact Book 97/98*.

visam proteger os ativos dos acionistas contra negociações com informações privilegiadas e delitos como fraudes e negociações unilaterais dos administradores ou acionistas majoritários.

No entanto, como sugerimos acima, a governança empresarial no Brasil sofre de um percentual proporcionalmente alto de ações sem direito a voto. A divisão “um terço/dois terços” entre as ações com e sem direito a voto tem um papel interessante nas operações de privatização. Por um lado, permite a extração de ágios de controle consideráveis, maximizando assim a receita de privatização e estimulando outros investimentos de capital nas estatais recentemente privatizadas. Por outro lado, impede o fortalecimento da “cultura de acionistas”, já que a dissociação entre propriedade e controle desencoraja os pequenos investidores. A concentração acionária permanece alta e a privatização pode falhar na diluição do controle dos mercados acionários. Além disso, a possibilidade de controle com participação acionária limitada estimula a criação de *joint ventures*, fusões e aquisições, facilita a criação de grandes *holdings*

e fortalece a posição dos investidores institucionais nas privatizações, tais como as corporações bancárias/financeiras. Por último, para que a privatização consiga melhorar a governança empresarial no Brasil, é necessária uma reforma nas legislações empresarial e comercial do país, nas regulamentações do mercado acionário, na legislação de fusões e aquisições, e a regulamentação contábil do setor bancário/financeiro deve ser atualizada.

4. Desestatização e governança no setor público

Em programas de privatização de larga escala, espera-se que várias empresas permaneçam no setor público por motivos institucionais (como impedimentos constitucionais à privatização) resultantes da complexidade do processo de privatização ou da seqüência/cronograma ideal de desestatização que pode demandar vários anos para que o estoque de ativos alienáveis seja esgotado. Isso demanda uma política de governança pública para as estatais “residuais” que provavelmente irão enfrentar uma concorrência mais intensa das empresas privatizadas. Com freqüência, uma competição mais intensa é resultante da perda do poder de monopólio e de uma regulamentação mais severa, voltada para o consumidor, no setor/atividades em que as estatais operam.

No Brasil, as estatais residuais concentram-se principalmente nos seguintes setores:

- Petrolífero: não se acredita que a Petrobras seja privatizada, pelo menos num futuro próximo. Porém, a empresa já perdeu seu poder de monopólio relativo à produção e à distribuição.
- Bancário: estima-se que vários bancos estatais permaneçam sob controle do governo. O Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal não devem ser privatizados num futuro próximo.
- Utilidades e transporte públicos: a programação de privatização e concessões apresenta grande variação entre os governos subnacionais (estados e municípios), onde o compromisso com as reformas não é unânime.

A principal questão a ser analisada nesse caso é como a reforma do setor público pode estimular as mudanças institucionais, melhorando assim a governança nas estatais residuais. Em outras palavras, como pode a reforma

induzir uma governança semelhante à do setor privado nas empresas controladas pelo setor público? Há duas opções de política, frequentemente complementares, para lidar com essa questão.

Primeiro, as estatais residuais podem ser corporatizadas para garantir o distanciamento entre o setor de empresas públicas e o governo. No setor privado, o desempenho por parte dos administradores pode ser estimulado pela adoção de contratos de incentivo (propriedade de ações, opção sobre ações, ameaça de demissão condicionada ao desempenho etc.). A introdução de contratos similares no setor público iria reproduzir as restrições do setor privado e incentivar a prudência administrativa. Outras maneiras de melhorar a administração das estatais e o desempenho do Estado como proprietário incluem: nomeação de administradores através de concorrência, adoção de auditoria independente, redução/reestruturação da força de trabalho, imposição de orçamentos realistas e eliminação/redução dos subsídios e dos financiamentos subsidiados, de controles de preço, de transferências, de isenção de impostos, de preferências de intermediação e de empréstimos garantidos pelo governo.

A segunda opção é abrir o capital das estatais residuais, o que constitui uma parte integrante do processo de corporatização. Os acionistas minoritários privados das estatais, que são raros nas economias em transição [Pannier (1996)] e em várias economias emergentes em reforma, são comuns no Brasil, onde a maioria das estatais são empresas de propriedade mista, como mencionado acima. Embora o arranjo de propriedade mista ou dispersa tenha sido elogiado na literatura recente [ver Galal *et al.* (1996)], há limitações importantes à melhoria da governança empresarial através da abertura de capital das estatais residuais. As limitações mais importantes são as seguintes:

- A abertura de capital das estatais pode falhar em estimular o desempenho do setor privado se o Estado permanecer como um dos principais acionistas. Nesse caso, em vez de utilizar a composição acionária da empresa como um meio de promover uma governança empresarial semelhante à do setor privado no setor público, as práticas inadequadas de governança do setor público podem ser estendidas às empresas de propriedade mista.
- O Estado pode permanecer como o principal acionista em estatais com registro em bolsa, devido à indisponibilidade de parceiros do setor privado para a criação de *joint ventures* públicas-privadas. Isto é especialmente verdadeiro se o lote acionário for muito grande em relação à capacidade do setor privado de mobilizar recursos. Em mercados de

capitais incipientes e sem liquidez, as mudanças na composição acionária das estatais pode demandar grandes quantidades de capital a curto prazo, e a abertura do capital das estatais pode não resultar na criação de grandes investidores. Grandes projetos de investimento, com baixo retorno e vencimentos a longo prazo, são ilustrativos dessa possibilidade. Se o mercado de capitais interno não é grande e desenvolvido o bastante, os investidores estrangeiros podem se tornar acionistas importantes em estatais com registro em bolsa. Nesse caso, as cláusulas legais podem proibir que setores/atividades sejam de propriedade de estrangeiros ou que recebam investimentos estrangeiros, o que, *per se*, é um motivo importante para a existência das estatais residuais, assim como para impedir que investidores estrangeiros tornem-se acionistas majoritários dessas empresas.¹⁶

- A privatização pode falhar em melhorar a governança empresarial se ocorrer antes da reforma e regulamentação institucional. Neste caso, a privatização pode criar oportunidades para o surgimento de um comportamento oportunista por parte dos administradores e das partes envolvidas, num ambiente não regulamentado. Isto ocorre quando as estatais residuais desfrutam do poder de monopólio no seu setor ou atividade. É provável que as falhas do mercado e a perda da soberania do consumidor deteriorem a governança empresarial em vez de promover padrões administrativos similares aos do setor privado nas antigas estatais. Sabe-se que o relaxamento das barreiras à entrada, aliado ao desmembramento de grandes estatais, estimula a concorrência e melhora o desempenho [World Bank (1997)]. Por outro lado, se uma estatal, residual ou não, é grande e, portanto, desfruta de economias de escala e/ou de um poder de monopólio no mercado interno, a exposição à concorrência estrangeira provavelmente irá encorajar uma administração similar à do setor privado. Assim sendo, a privatização deve ser acompanhada de reformas estruturais visando à liberalização dos regimes de comércio e investimentos do país. Uma governança empresarial sólida depende de uma clara separação entre o papel do governo como regulador, por um lado, e como parte interessada, por outro.
- Um aspecto importante da privatização relaciona-se às funções sociais desempenhadas pelas antigas estatais, principalmente no que se refere

16 No Brasil, foram abolidas várias restrições desse tipo (por exemplo, mineração, prospecção de petróleo, telecomunicações, setor bancário etc.), o que criou a oportunidade de novos investimentos para investidores estrangeiros e forneceu fontes alternativas de financiamento para estatais com problemas de caixa.

a política de preços, *mix* de serviços, investimentos regionais e políticas de emprego. Em vários setores, as estatais priorizam altos ganhos sociais em detrimento do retorno econômico, o que pode estar em contradição com a busca da distribuição de renda e desempenho empresarial eficientes. Isto se aplica muito ao caso da provisão de bens públicos e empréstimos subsidiados no mercado imobiliário. Apesar disso, um compromisso com a responsabilidade social melhora a imagem pública da empresa e torna-se uma fonte de vantagem comparativa no *marketing* e na contratação. Isso também tende a atrair investidores em potencial [OCDE (1998b)]. Instrumentos de política alternativos podem ser utilizados para estimular o investimento em atividades importantes do ponto de vista social. Estes incluem de um modo geral incentivos fiscais, tais como crédito para financiamento de atividades de pesquisa e desenvolvimento e treinamento de mão-de-obra, bem como incentivos fiscais para investimento em regiões economicamente deprimidas. Neste sentido, a reforma das empresas públicas é motivada pelas considerações entre as falhas do mercado e de governo, quando o impacto econômico das falhas do mercado provavelmente for maior que os riscos de falhas de governo.

5. Conclusões

A análise do programa de desestatização brasileiro como um catalisador para a melhoria da governança empresarial é, no momento, uma tentativa especulativa. As instituições modificam-se lentamente, e há pouca garantia de que os incentivos relacionados à privatização no que se refere à elaboração e implementação de melhores práticas de administração de fato se traduzam em melhoria na governança. Como retardatário no movimento global de privatização, o Brasil está numa melhor posição para beneficiar-se da experiência prévia, já bastante documentada, de outros países. No entanto, as características específicas do país e o porte do programa de desestatização são desafios adicionais. A ênfase em setores de serviços públicos e a natureza federal das privatizações brasileiras também criam complicações adicionais ao programa em andamento.

Em geral, estima-se que a privatização e a reforma das empresas públicas melhore a governança empresarial de duas maneiras. Primeiro, uma mudança na estrutura acionária da economia em favor do setor privado estimula a adoção de práticas mais modernas de administração e o aumento da produtividade, com base na maximização dos lucros e na distribuição dos recursos impulsionados pelo mercado. Segundo, o aumento da concorrência

nos mercados de produto e um melhor planejamento das instituições garantem que os administradores sofram a pressão de proprietários, acionistas e credores por melhor desempenho. No caso das empresas de serviços públicos, a necessidade de planejamento e reforma das instituições, especialmente na área da regulação, deverá ser uma das principais tarefas no que tange à governança empresarial.

Como a privatização e a reforma das empresas públicas são parte integrante da reforma macroeconômica global, algumas vezes é difícil separar o impacto da desestatização sobre a governança empresarial e o processo de tomada de decisões financeiras no setor empresarial, do impacto da consolidação da estabilidade macroeconômica. Contudo, os desenvolvimentos no financiamento empresarial brasileiro nos últimos anos já mostram uma tendência em favor do desenvolvimento do mercado financeiro e da melhoria na governança empresarial. Num ambiente macroeconômico mais estável, a melhoria da governança empresarial deve ocorrer em um ritmo mais rápido. O acesso aos mercados de capital estrangeiros e a consolidação adicional dos programas de aberturas do comércio e investimentos irão fornecer um ímpeto adicional ao rápido desenvolvimento das instituições financeiras e empresariais brasileiras. No entanto, é importante observar que somente a desestatização pode não ser suficiente para melhorar a governança empresarial no Brasil. Uma melhor regulamentação dos mercados de produto, a atualização da legislação de mercado de capitais e a proteção dos direitos dos acionistas são condições adicionais importantes para que a desestatização possa melhorar o sistema de governança empresarial no Brasil.

Referências bibliográficas

- AGHION, P., BOLTON, J. An incomplete contracts approach to financial contracting. *Review of Economic Studies*, v. 59, p. 473-494, 1992.
- AYRES, R. The economics of privatisation and regulation: the Brazilian experience 1990-1994. *Review of Political Economy*, v. 8, p. 303-324, 1996.
- BAER, W. Changing paradigms: changing interpretations of the public sector in Latin America's economies. *Public Choice*, v. 88, p. 365-379, 1996.
- BNDES. *Programa Nacional de Desestatização*. Rio de Janeiro, dez. 1997.

- BOYCKO, M., SCHLEIFER, A., VISHNY, R. W. A theory of privatisation. *Economic Journal*, v. 106, p. 309-319, 1996.
- CARNEIRO, F. G., ROCHA, C. H. *Reforming the public sector in Latin America: a cross-country perspective*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999 (Ensaio BNDES, 10).
- CASTELAR, A., GIAMBIAGI, F. *The macroeconomic background and institutional framework of Brazilian privatization*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999 (Ensaio BNDES, 10).
- CHO, M.-H. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 47, p. 103-121, 1998.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A., MAKSIMOVIC, V. *Capital structures in developing countries: evidence from ten countries*. World Bank, 1994 (Policy Research Working Paper, 1320).
- _____. *Stock market development and firm financing choices*. World Bank, 1995 (Policy Research Working Paper, 1461).
- _____. *Stock market development and corporate finance decisions*. *Finance and Development*, June 1996.
- GALAL, A., JONES, L., TANDON, P., VOGELSANG, I. *Welfare consequences of selling public enterprises*. Oxford: Oxford University Press for the World Bank, 1996.
- GLEN, J., PINTO, B. *Debt or equity: how firms in developing countries choose*. IFC, 1994 (Texto para Discussão, 22).
- HART, O. *Firms, contracts, and financial structure*. Oxford: Oxford University Press, 1995.
- KIKERI, S., NELLIS, J., SHIRLEY, M. *Privatisation: the lessons of experience*. Washington D.C.: The World Bank, 1992.
- LA PORTA, R., SILANES, F. L. de, SHLEIFER, A. *Law and finance*. NBER, 1996 (Working Paper, 5661).
- LA PORTA, R., SILANES, F. L. de, SHLEIFER, A., VISHNY, R. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, v. 52, p. 1.131-1.350, 1997.

- MELLO JR., L. R. Intergovernmental fiscal relations: co-ordination failures and fiscal outcomes. *Public Budgeting and Finance*, 1999.
- MEZA, D., LOCKWOOD, B. Does asset ownership always motivate managers? Outside options and the property rights theory of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, v. 106, p. 361-385, 1998.
- NISKANEN, W. Bureaucrats and politicians. *Journal of Law and Economics*, p. 617-643, 1975.
- NORTH, D. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- OCDE. *Financial market trends*. Paris, 1998a.
- _____. *Corporate governance: improving competitiveness and access to capital in global markets*. Relatório para a OCDE pela Business Sector Advisory Group on Corporate Governance. Paris, 1998b.
- PANNIER, D. (ed.). *Corporate governance of public enterprises in transitional economies*. Washington, D.C.: World Bank, 1996 (Technical Paper, 323).
- RAJAN, R., ZINGALES, L. Power in a theory of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, v. 106, p. 387-432, 1998.
- SCHLEIFER, A., VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, p. 737-783, 1997.
- WORLD BANK. *Bureaucrats in business: the economics and politics of government ownership*. Oxford: Oxford University Press for the World Bank, 1997.
- ZINGALES, L. *Corporate governance*. NBER, 1997 (Working Paper, 6309).