

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA



1290000871



TCC/UNICAMP Ar15p



RELATORIO FINAL DE MONOGRAFIA II
" A participação das moedas podres no Plano Collor de
privatização "

Orientador Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz
Banca Sergio Prado
Aluno Cecilia Maria Lobo de Araujo

1993

TCC/UNICAMP
Ar15p
IE/871

CEDOC/IE

INTRODUÇÃO

A presente monografia visa discutir as formas de pagamento envolvidas no processo de privatização que está ocorrendo em nosso país ou, especificamente, analisar o uso das chamadas moedas podres, um dos pontos mais controversos do plano.

A análise cobre o período que vai do anúncio do Plano Collor de Privatização (PCP) aos dias atuais, quando toma corpo o processo de privatização no Brasil. Como se recorda o PCP se baseou em duas medidas provisórias, uma que determinava o andamento do plano em si e a outra que cria a sua forma de pagamento, os Certificados de Privatização (CP).

As determinações sobre o plano podem ser resumidas na criação de uma comissão que definiria as empresas privatizáveis que iriam a leilão e teriam como forma de pagamento os CPs, ^{certificados de privatização} títulos compulsórios criados para este fim. Todo o processo seria acompanhado por empresas de consultoria que avaliariam as empresas, fixariam os preços mínimos, etc.

O problema que iremos explicitar nesta monografia surge neste estágio. Os CPs, que deveriam ser adquiridos compulsoriamente por instituições financeiras, previdências privadas e outras, foram objetos de grande contestação o que levou o governo a permitir outras formas de pagamento na sua compra como debêntures da siderbrás vencidos ou títulos de dívida externa também vencidos. Acontece que foi ocorrendo uma forte pressão por parte de vários segmentos econômicos para que fosse permitida a utilização, nos leilões, de outros títulos de dívidas governamentais vencidas. O governo terminou suspendendo a venda de CPs e passou a aceitar a utilização direta de uma gama cada vez maior de títulos de dívida vencida.

Tais títulos de dívida governamental vencidas em posse dos agentes econômicos tinham, via de regra, cotações muito baixas no mercado secundário, oscilando entre 10% e 30% em média de seus valores de face. Por causa de tal desvalorização, passaram a ser denominados moedas podres.

Existe a defesa e a oposição à utilização das chamadas moedas podres no processo: uns dizem que estes títulos são dívidas legítimas outros dizem que está havendo uma doação mascarada de patrimônio público, etc. Nesta monografia tentaremos expor a forma como foi ocorrendo a participação destas moedas no processo. Faremos isto primeiro tentando posicionar o Brasil frente às tendências mundiais, depois mostrando como os processos de privatização foram ocorrendo no exterior e no Brasil. Finalmente mostraremos o que são e como

surgiram as moedas podres a principal fonte de questionamento do plano de privatização para então mostrar como se deram as suas respectivas participações no Plano Collor de Privatização. Desta forma acredito expor e explicitar o porquê de tanta polêmica.

CAPITULO I - QUADRO GERAL

QUADRO GERAL.

Nº pós-guerra o mundo capitalista ^{PRESENCIOU} o surgimento de um estado mais interventor na economia, tanto no setor produtivo quanto nas esferas previdenciárias. As sociedades que saíam da guerra estavam desorganizadas precisando se reconstruir financeira^e fisicamente, necessitando para isto de uma força condutora capaz de imprimir rapidez e objetividade às ^{ações} de recuperação.

O estado assume esse papel condutor centraliza os recursos fiscais e redistribuindo-os de forma a garantir o funcionamento de setores estratégicos com baixa disponibilidade de capitais. Desta maneira, o estado assegurou a oferta dos insumos básicos estratégicos e a sustentação e até a criação de certos setores produtivos essenciais.

Nos países desenvolvidos além do papel de condutor de política industrial, o estado desempenhou a função previdenciária realizando certas transferências de renda como por exemplo a aposentadoria e o salário desemprego; além disso,

promoveu o aumento dos serviços sociais tais como infra-estrutura, saúde ^e educação.

Este chamado estado do Bem-Estar-Social, de inspiração keynesiana, predominou em vários países centrais até o primeiro choque do petróleo. A partir deste momento, com a reversão do longo ciclo expansivo do pós-guerra, surgem os primeiros sinais de esgotamento dessa forma de ação estatal.

A grande participação do estado ao longo de todos estes anos só foi possível ^{através do} poder fiscal e tributário ^{presente} nas respectivas economias. Com a crise, a sociedade, que desde a década de 60 já vinha resistindo ao aumento da tributação e exigindo um maior número de transferências, vai intensificar estas exigências, o que contribuiu para uma crise fiscal sem precedentes desde o pós guerra. A crise também vai se agravar com o aumento dos gastos governamentais na esfera produtiva, principalmente nos setores pioneiros, como parte da estratégia de reestruturação industrial. Através das exigências de transferências e do comprometimento de recursos com a política industrial ^{passou} se tornando claros os limites da ação estatal.

Várias das medidas adotadas para o enfrentar a crise, no curto prazo, acabaram agravando o quadro fiscal. Como exemplo tem-se o uso das estatais (políticas antinflacionárias), a estatização de empresas em falência e outras formas de utilização dos recursos estatais, medidas que representaram um aumento dos desequilíbrios fiscais do governo.

redirecionamento

Toda esta crise e o seu agravamento . a ênfase da ação estatal para a estabilização, para o ajuste fiscal e para a reestruturação do setor produtivo. Nesse quadro geral, assiste-se ao declínio da hegemonia dita Keynesiana e *fundamentalmente* das doutrinas liberais com suas idéias privatizantes.

Já a América Latina , no mesmo período, *VAI TRILHAR* um caminho muito distinto daquele brevemente descrito para os países cêntricos. A presença do estado desenvolvimentista vai induzir a economia ao endividamento externo, facilitado pela grande liquidez em que se encontrava a economia internacional na década de 70 e pela busca de clientes não tradicionais por parte dos bancos internacionais. Tal endividamento possibilitou a manutenção de taxas razoáveis de crescimento num contexto de crise internacional.

Contudo, os choques externos do final da década impuseram fortes desequilíbrios cambiais e fiscais aos países endividados, provocando um grande aumento dos gastos governamentais com *as* dívidas externas -seja através do processo de estatização das dívidas em moedas estrangeiras, que se acelera com a crise, seja através do crédito para o financiamento das dívidas externas do setor público- sem mencionar a redução da carga tributária que ocorre com a redução da renda nos períodos recessivos. O grave constrangimento fiscal-financeiro do setor público daí

planos de privatização, que ficaram então submetidos às políticas econômicas de ajustamento.

decorrente facilitou a emergência das idéias neo-liberais da privatização e da redução do estado ao mínimo.

Os programas de privatização mostraram-se, desde logo, muito atraentes para os governos latino americanos. Além de representarem uma redução de gastos (estatais deficitárias) e um reforço de caixa considerável, também significaram, em alguns casos, o aporte de capitais externos para o interior das economias através da transformação das dívidas em investimentos direto e até da indução de repatriação de capitais.

Na verdade, a opção de privatização na América Latina esteve, em geral relacionada mais ao ganho de caixa de curto prazo e menos às idéias neo-liberais. De qualquer forma, houve a intensificação do processo privatizante a partir do fim dos anos 70, processo esse que pode ser sub-dividido em duas etapas: a primeira se dá ^{em} antes da crise dos anos 80 e compreende ^a a privatização de pequenas empresas não pertencentes a setores estratégicos enquanto que a segunda ^{foi} é caracterizada pela privatização de grandes empresas pertencentes a setores do núcleo duro (infra-estrutura, insumos básicos, etc), privatizadas dentro do contexto de reestruturação patrimonial e da dívida nos anos 80.

Através deste panorama sumário é possível perceber a especificidade dos processos latino-americanos de privatização quando comparados com o processo nos países desenvolvidos. De uma maneira geral todos os países experimenta ^{ram} uma grave crise fiscal e alto endividamento externo quando lançaram os seus

CAPITULO II - PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL

PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL

PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL ATÉ 1990

Como foi visto, observou-se, na década de 80, uma importante revisão do papel do estado na economia mundial, *onde* tanto ~~para do~~ capitalismo central como países sub-desenvolvidos promoveram e ainda estão promovendo programas de privatização na tentativa de reestruturação do setor público.

Na América Latina esta reestruturação em grande parte foi determinada pelas mudanças ocorridas no cenário mundial, em 1979 (choques do petróleo e dos juros) e em 1982 (moratória mexicana) que resultaram na redução e, depois, na interrupção do fluxo voluntário de capitais de empréstimos aos países da região.

No caso do Brasil ~~de~~ 1973 até 1980 o ritmo de crescimento ~~FOI~~ mantido ~~PELO~~ endividamento externo que era viável visto a grande liquidez internacional e os consequentes juros acessíveis. Os empréstimos eram em grande parte feitos pelo governo que investia em infra-estrutura (energia, transporte, comunicação, etc) dando suporte ao setor privado que se instalara nos demais setores como agricultura, bens de consumo, intermediários e de capital.

Mas a partir do segundo choque do petróleo e do choque dos juros, os empréstimos voluntários internacionais se reduziram bruscamente e os juros aumentaram enormemente, levando o Brasil a uma grave crise cambial e consequentemente a uma crise fiscal.

O Brasil para enfrentar esta crise que atingiu o mundo e de forma bastante similar à América Latina seguiu o receituário ortodoxo renegociando a dívida externa e aplicando políticas de ajuste que induziam à privatização de empresas deficitárias e daquelas típicas do setor privado.

Vale a pena

Lembrar que o governo brasileiro com o propósito de instalar um forte setor industrial no país investiu pesadamente nos setores estratégicos, mas conjuntamente estes investimentos por diversas razões a investiu em áreas não estratégicas ampliando enormemente o leque de empresas estatais.

Assim, levantamento efetuado pela Secretaria de Controle de Empresas Estatais (SEST) mostrou a existência, no início dos anos 80, de 505 entidades governamentais das quais 268 eram empresas estatais (o restante era formado por fundações e autarquias). Destas somente 40 haviam sido criadas por lei, 76 eram de origem privada e as ~~DEMAS~~ haviam sido criadas sem ao menos o crivo do congresso. O primeiro ensaio de privatização se deu com a instituição do Programa Nacional de Desburocratização em 1980, cujas normas foram instituídas apenas em 1981 com a criação da Comissão Especial de

Desestatização (CED) que iria funcionar até 1984. A CED tinha como metas fixar normas para as transferências, transformações e desativações de empresas sob o controle do governo federal, em outras palavras tinha que criar as regras para reduzir a presença do estado. Depois de fixar uma lista de privatizáveis, a CED deveria obter aprovação do presidente da república e logo em seguida promover a venda sob três modalidades: oferta única, oferta pública e negociação direta. As normas da CED levaram ao enquadramento de 84 empresas no perfil de privatizáveis.

Em 1985 a responsabilidade pelo programa de desestatização passou para o Conselho Interministerial de Privatização (CIP). O CIP estabeleceu que o programa de privatização deveria englobar processos de privatização de empresas sob controle direto ou indireto do governo federal, compreendendo a abertura do capital social (privatização parcial), alienação das participações acionárias, além da desativação de empresas consideradas inviáveis.

As principais modificações em relação às práticas adotadas pelo CED foram: substituição da comissão técnica do CED por um conselho de ministros (fazenda, planejamento, indústria e comércio) designando-se um secretário executivo; exclusão da negociação direta prevalecendo a venda nas bolsas de valores; adoção de práticas usuais para avaliação e venda das empresas, exigindo-se a contratação de uma empresa de consultoria privada especializada em avaliações e de uma empresa de auditoria para zelar pela transparência, lisura e legalidade do processo.

Desta forma, segundo a opinião governamental, o programa de privatização se tornaria mais transparente e portanto mais adequado à nova realidade democrática.

Em março de 1988 foi criado o Conselho Federal de Desestatização (CFD) que se propunha a substituir o CED e a incorporar as experiências mais recentes ao nível internacional. As principais diferenças em relação às iniciativas anteriores é que ele englobou em seus objetivos além da privatização, a desregulamentação e a concessão de serviços públicos ao setor privado. O conselho também foi ampliado, dando direito de voto a representantes dos trabalhadores e a representantes dos empresários, incluindo, sem direito de voto, os presidentes da Comissão de Valores Mobiliários e do BNDES. O CFD também abriu a possibilidade da utilização de títulos da dívida externa para pagamento das empresas que iriam ser privatizadas.

O CFD *enfrentou* vários problemas que bloquearam a sua continuidade como os de ordem política através do questionamento da sociedade quanto a seus objetivos e métodos, os de ordem econômica com a falta de interesse por parte do setor privado e os de ordem jurídica visto que inexistia legislação específica para a venda de estatais. Desta forma em 1990 o novo governo identifica a necessidade de criar um plano de privatização com uma legislação bem determinada, com uma viabilidade política e com capacidade de atrair capitais privados.

O Plano Collor de Privatização -1990

a)As Bases do Programa

Em 16 DE março de 1990, é anunciado o Plano Collor de Privatização, parte integrante de um conjunto maior que incluía uma reforma monetária, uma política de rendas e a desindexação da economia.

A desestatização, segundo a medida provisória, tinha como principais objetivos:

"I- Reordenar a posição estratégica do estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades atualmente exploradas pelo setor público;

II- Contribuir para a redução da dívida pública ,concorrendo com o saneamento das finanças do setor público;

III- Permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada;

IV- Contribuir para a modernização do parque industrial do país, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia;

V- Permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do estado seja fundamental para a consecução das prioridades do governo."

O programa também demonstrava preocupação com a transparência do processo prevendo leilões que deveriam ser precedidos de ampla divulgação de forma a assegurar o conhecimento do público das condições do processo e da situação econômico-financeira das privatizáveis. Além disso, todas as etapas do processo deveriam ser acompanhadas por auditores externos independentes contratados por licitação pública. Os empregados das privatizáveis teriam, por sua vez, facilidade no pagamento da cota de ações que viessem a adquirir.

Originalmente, um título novo, os Certificados de Privatização (CPs), criados por época do anúncio de Plano, jogaria papel fundamental nos processos de privatizações. Os CPs eram títulos criados pela medida provisória que seriam comprados compulsoriamente por determinadas instituições. Estes títulos seriam basicamente a única forma de se participar dos leilões, com exceção dos Títulos da dívida externa, que mesmo assim, em princípio, só tinham a possibilidade de participarem dos leilões mediante a prévia aquisição dos CPs. Com o desenrolar do programa foram sendo aceitos vários títulos governamentais vencidos como pagamento dos CPs, de forma que se criou a principal controvérsia do plano que era a participação destas moedas, as chamadas "moedas podres", que ganharam esta denominação por possuírem cotação no mercado secundário não superior a 40% dos seus valores de face.

b) Implementação do Programa

O começo do Plano Collor de Privatização não foi dos mais bem sucedidos. Os CPs foram sendo vendidos, mas os fundos de previdência privada se recusaram a adquiri-los, com a justificativa de que não existia uma punição prevista para o descumprimento desta lei. Isto levou a uma arrecadação muito inferior às expectativas iniciais (a arrecadação no primeiro ano não chegou a 40% do valor originalmente esperado).

Os leilões das privatizáveis também não ocorreram nos prazos previstos levando a uma grande desconfiança quanto a efetiva realização do plano. A desconfiança foi ampliada com a suspensão dos leilões dos CPs, que só voltariam a acontecer depois que se realizasse o primeiro leilão de uma empresa estatal.

A este clima de dúvidas ainda se somavam as diferentes controvérsias quanto aos moldes do plano, questões que foram surgindo junto com a sua implementação. Eram vistas como polêmicas por exemplo o fato de apenas quatro das dez empresas escolhidas para serem privatizadas atraírem o investimento visto a grave situação financeira das outras; a constatação de que a venda em separado da Petroquisa levaria a um prejuízo da ordem de U\$ 600mi; as moedas que poderiam servir de pagamento nos leilões, etc.

Essa última questão representou, na verdade, um dos pontos mais polêmicos do programa. O Plano Collor a princípio só previa a utilização dos CPs, sendo estes unicamente adquiridos da forma já citada ^{utilizando}. A autorização do uso de outras moedas como pagamento foi uma decorrência tanto da resistência contra a obrigatoriedade da compra como da pressão exercida por setores interessados em valorizar títulos cujo retorno, naquele momento, era altamente duvidoso.

As primeiras autorizações permitiram a compra de CPs com debêntures da siderbrás (ago/90) e com cruzados novos bloqueados (set/90). Os títulos de dívida externa que já podiam participar ganharam um conjunto de regras próprios onde era estipulado a participação máxima de 40% de capital estrangeiro e um deságio obrigatório de 25% sobre seus valores de face.

As pressões para a utilização de outros títulos de dívida vencida continuaram, assim como as críticas acirradas questionando a legalidade da participação destas moedas como forma de pagamento.

Em outubro de 1990 o presidente através de mais uma medida provisória (299), autorizou o uso de qualquer título de dívida pública vencida para a compra de CPs e ^{portanto, para a} participação nos leilões de privatização. Poderia-se comprar CPs utilizando como parte do pagamento estes títulos vencidos, tendo como condição a participação prévia em um leilão de deságio dos valores de face destes títulos. Mais tarde os leilões de CPs

foram suspensos e a participação dos títulos passou a ser direta.

As sucessivas autorizações promovidas pelo governo terminaram por movimentar o mercado secundário dos títulos de dívida vencida, conhecido como o mercado de moedas podres, fazendo a cotação da maioria dos papéis aumentar sensivelmente, tendência que se manteve até "acabar" o estoque destas moedas no segundo semestre de 1993.

Enquanto perduraram as disputas em torno das moedas a utilizar, as privatizações permaneceram na estaca zero. Seu início efetivo só se deu em 1991, com a venda de quatro estatais. Contudo, a controvérsia quanto a participação das "moedas podres" permaneceu e a forma para se detectar o deságio continuou sendo exclusivamente através dos lances diretos nos leilões, onde presumivelmente se ofereceria maior quantidade das moedas de menor cotação. A efetivação do programa também provocou controvérsias quanto a sua própria estrutura como por exemplo, quanto aos critérios de agregação ou desagregação das empresas, (segundo estimativas, a Petroquisa se desagregada valeria U\$600mi, a menos do que se vendida globalmente).

Em meio a essa polêmica, foram realizados os 4 primeiros leilões -Usiminas, Mafersa, Cosinor, Celma - que proporcionaram ao governo recursos equivalentes a 1% de seu endividamento^{do} (externo e interno) o que representava mais ou menos 0,5% PIB.

A venda da Usiminas, empresa de maior porte no conjunto das primeiras privatizações, suscitou novas discussões quanto às regras de participação do capital estrangeiro, quais moedas podiam ser usadas nos leilões, etc. Mesmo assim foi privatizada em outubro, com a adesão dos empregados que puderam adquirir um lote de títulos com 50% de desconto e podendo pagar em 10 anos com juros anuais de 6% mais correção monetária via INPC; os demais compradores também puderam financiar 90% das suas dívidas junto ao BNDES pelo prazo de sete anos, com as mesmas condições facultadas aos empregados.

A partir dessas quatro primeiras privatizações o programa não mais parou tendo compreendido a venda de 23 empresas estatais até o segundo semestre de 1993. Nesse período o governo arrecadou U\$46,1bi dos quais apenas U\$145mi em dinheiro vivo e o restante em moedas podres, como veremos em tabela no capítulo sobre a participação das moedas. O ágio médio dos leilões foi de 17% sobre os preços mínimos o que representou um valor incapaz de repor os deságios das moedas podres, que mesmo no auge de suas cotações dificilmente ultrapassaram a cotação de 50% de seus valores de face.

O governo está fazendo atualmente um recadastramento, já anunciando uma próxima etapa do processo de privatização que iria transferir para a iniciativa privada os serviços públicos e os setores de infra-estrutura como a energia e as rodovias. Nesta fase seriam utilizadas novas moedas já que o estoque das moedas podres permitidas até agora estaria praticamente

esgotado. Já estaria havendo a criação de novos fundos de moedas como o das "moedas sociais", constituído por fundos de FIS/PASEP, FGTS, FND, "rombo do SFH, e securitização de créditos (no caso da Siderbrás já foram colocados novos debêntures no mercado no valor de U\$500mi que foram utilizados principalmente na privatização da Ultrafértil, ultimo leilão a ocorrer).

Destaque-se que o discurso oficial enfatiza, nesse momento a necessidade de uma maior participação de dinheiro vivo. No bojo das novas discussões também está havendo uma grande defesa em prol da maior participação do capital estrangeiro e da isenção do deságio obrigatório. Os defensores dessas medidas acreditam que a maior participação do capital estrangeiro redundaria em entrada de capital vivo e não somente no uso títulos de dívida. A maior razão para isso seria a atratividade dos novos setores a privatizar.

O governo atual tem uma lista de 34 novas empresas a privatizar, e estima que o fundo de moedas sociais pode alcançar o montante de U\$43bi assim distribuídos:

U\$19,0bi - SFH

U\$ 7,8bi - FGTS

U\$ 2,5bi - FCVS

U\$ 8,5bi - PIS/PASEF

U\$ 5,0bi - FND

A questão é saber se é lícito o programa da forma que vem se desenrolando; não só levando em consideração a captação ou não dos deságios porque isto já é nítido que não está ocorrendo, mas levando em consideração os resultados gerais do programa.

Como pode ser visto nas tabelas do capítulo sobre as moedas, os estoques se reduziram sensivelmente, as cotações no final aumentaram sensivelmente e ao todo 23 empresas foram privatizadas com ágio médio de 17% . Houve um processo particular de privatização no Brasil ou uma mascarada doação de patrimônio público?

CAPITULO III - AS CHAMADAS MOEDAS PODRES

Da Moeda Aos Ativos financeiros

Moedas são objetos representativos de certo valor, mercadorias, que intermediam processos de troca, possuindo para isto cinco propriedades básicas que são. Ser medida de valor ou denominador comum dos valores de uma relação de troca; ser intermediária nas trocas (meio de circulação de riqueza); ser reserva de valor (poder de compra entesourado); ser padrão de pagamento de dívidas; e finalmente ter o poder liberatório de saldar dívidas e se livrar de situações passivas.

Até os dias atuais, já existiram diversas formas de moeda mas a forma que deu origem ao nosso padrão monetário foi o metal (ouro) e mais tarde os metais nobres cunhados que têm seus valores assegurados junto aos estados nacionais.

Com a difusão da moeda cunhada se tem o surgimento dos bancos que vão criar o papel-moeda que era um certificado de depósito destes valores nos bancos; Percebendo que os saldos não eram todos requeridos de conversão ao mesmo tempo, os bancos passam a emprestar depósitos confiando nesta relação,

como intermediador destes empréstimos emitiam para a representação deste papel que seria então representativo da mesma riqueza havendo portanto uma contrapartida maior de papel-moeda quando comparada a existência de riqueza real.

A sociedade passa então a aceitar formas representativas de um suposto valor depositado. Desta maneira vão surgindo outras formas representativas de riqueza como títulos, certificados, ativos financeiros, etc. Estas outras representações através de suas qualidades vão terminar possuindo basicamente as mesmas propriedades da moeda bancária escritural diferindo um pouco quanto ao grau de liquidez, mesmo assim cada vez mais estas diferenças estão diminuindo.

Estes títulos de representantes de uma certa propriedade, crédito, etc, vão ser uma afirmação de obrigações e direitos. A primeira classificação destes papéis vai tomar por base o fato gerador de sua emissão: dívida ou propriedade. A dívida seria o direito sobre certa renda ou fluxo de rendimento. A propriedade seria o direito à posse ou uso de determinado objeto eventualmente rentável. Portanto segundo esta classificação existem os ativos reais (propriedade) e os financeiros (dívidas), mas na prática com a visão capitalista estas diferenças são apagadas existindo a preocupação não com a posse em si, mas com os seus rendimentos.

Considerando os possíveis rendimentos, estes ativos vão ser classificados de acordo com os respectivos graus de liquidez, sem deixar de levar em conta o fator risco e custo de

estocagem, manutenção. A grande importância do grau de liquidez na cotação de um papel se justifica por refletir características do próprio ativo como o grau de padronização do mercado, existência do mercado secundário, etc.

As Moedas Podres

As chamadas moedas podres são títulos de dívidas e obrigações governamentais vencidas em posse dos agentes econômicos. A cotação destes títulos no mercado secundário era baixíssima no período anterior ao Plano Collor de Privatização, visto a reduzida possibilidade de se reaver os valores estipulados na avaliação dos agentes (elevado grau de risco), sem citar que os valores reais a muito estavam defasados (alto custo de "manutenção" em situação inflacionária).

Os títulos mais utilizados durante o processo foram os Certificados de Privatização (CPs) que, como visto, foram criados com o objetivo de forçar a participação de instituições financeiras e bancárias na aquisição das estatais; os Títulos da Dívida Agrária que também tiveram caráter compulsórios no ressarcimento para as desapropriações originadas no plano de reforma agrária de 1964; os Debêntures da Siderbrás que são títulos que surgiram no plano de saneamento do sistema siderbrás e; os títulos da dívida externa, único título a entrar no plano com um deságio estipulado (25%). Todos estes

títulos, de uma forma geral, eram cotados no mercado secundário por valores bem abaixo dos estipulados em face. Como, por exemplo, os TDA que tinham a sua cotação em 10% do valor de face.

O processo de privatização do governo Collor vai em parte alterar esta situação por permitir o pagamento das estatais com estas moedas, o que vai mudar as suas respectivas cotações e principalmente vai criar uma grande controvérsia quanto à legitimidade de se utilizar estas moedas como pagamento. Um dos pontos centrais da discussão vai ser o da ^{permissão} de participação destas moedas com seus valores de face que como já foi citado atingiam reduzidas cotações no mercado secundário.

Os defensores da participação destes títulos no processo vão argumentar que: a) estes títulos são dívidas legítimas do governo e que portanto uma forma de salda-las^s seria através da troca por ativos reais e, b) o problema da cotação -o cerne do problema visto a enorme diferença entre o valor de face e a cotação- desapareceria com o sistema de leilão previsto no processo. O sistema de leilão se baseava na determinação de um preço mínimo pelo governo, condizente com o valor real de mercado, e da aceitação de todas as moedas por seus respectivos valores de face. Portanto em princípio não haveria uma imposição direta no sentido de captar o deságio. Mas o governo se justifica dizendo que como os agentes adquiriram os títulos com desconto e portanto estariam dispostos a oferecer um preço mais elevado pelas empresas, condizente com o valor real dos

títulos (cotação no mercado secundário); o governo também previa a redução do diferencial nominal real através da elevação da cotação dos títulos.

Os opositores da participação dos títulos, os que vão denominar-las moedas podres vão argumentar dizendo que a redistribuição patrimonial do governo estaria significando uma transferência quase gratuita de capacidade produtiva à iniciativa privada. Vão também enfatizar que os leilões só captariam o deságio se houvesse uma grande procura pelos títulos e pela participação nos leilões. Vão indagar o porquê de não incluir um deságio mínimo nos preços mínimos já que se liberou a utilização destas podres moedas. Portanto a privatização para os opositores estaria significando uma grande perda patrimonial do governo.

Veremos a seguir um pequeno histórico dos principais títulos participantes do Plano de Privatização Collor, para em capítulo seguinte tentar discutir a validade ou não destes títulos como moeda do processo e verificar o que está significando a nível patrimonial e político para o governo.

Como vamos observar na análise das moedas de uma forma particular, as cotações realmente se alteraram de forma significativa do início do plano ao meio de 1973, mas isto não elimina a controvérsia de se houve ou não um processo irresponsável de privatização com preocupações exclusivamente políticas, sem se preocupar com a validade da troca patrimonial em si.

As moedas podres são na verdade o conjunto de três fundos de dívidas vencidas do governo: Os Certificados de Privatização, os Títulos de Dívida Externa e os títulos de dívidas vencidas do governo como os TDAs, Debêntures da Siderbrás, Letras Hipotecárias da CEF, etc. Está em estudo a criação de um quarto fundo para a nova etapa do plano de privatização que seria um fundo de moedas sociais como o PIS, PASEP, FGTs, etc, que em princípio permitiria a maior participação dos trabalhadores no processo de privatização.

Veremos a seguir um pequeno histórico de algumas das moedas mais utilizadas nos leilões de privatização, e como as suas respectivas cotações variaram ao longo desta parte do processo de privatização.

CERTIFICADOS DE PRIVATIZAÇÃO

Os CPs são títulos compulsórios criados por medida provisória como parte integrante do Plano Collor de Privatização em março de 1990.

A medida previa que as entidades de previdência privada, as sociedades seguradoras, as sociedades de capitalização e as instituições financeiras deveriam adquirir CPs com uma parte percentual de seus lucros e dividendos, percentual a ser definido pelo Conselho Monetário Nacional.

Os CPs eram títulos nominativos, não negociáveis, sem data de vencimento emitidos pelo Tesouro Nacional. Os detentores teriam apenas o direito de utiliza-los como pagamento das empresas do setor público que viessem a ser desestatizadas. O valor dos CPs seria corrigido por 100% de correção monetária até a do primeiro leilão de privatização; a partir desta data o percentual de correção monetária do valor dos títulos seria reduzido em 1% ao mês sucessivamente por prazo máximo de 40 meses, a partir deste prazo a correção monetária ficaria restrita aos 60%. Passados dez anos do lançamento do plano se alguma entidade ainda possuísse CPs, o Tesouro Nacional ficaria obrigado a resgatar os títulos com 100% da correção monetária do período. O índice a ser utilizado seria a BTN Fiscal.

A obrigação de compra dos CPs provocou uma grande reação das instituições afetadas levando à varias ações judiciais contra a obrigatoriedade. As previdências privadas se recusaram a adquirir estes títulos tendo como justificativa a não existência de previsão de punição para a não compra.

Desta forma as expectativas de captação com os CPs se frustraram. Existia a previsão de entrada até julho de 1991 de U\$46bi e até o final do plano de U\$25bi que serviriam unicamente para resgate de dívida pública segundo a revisão orçamentária de 1990.

Os CPs seriam em princípio um dos poucos meios de acesso aos leilões de privatização, juntamente somente com títulos de dívida externa e dívidas de credores com a empresa a privatizar. Mas já em agosto/90 os cruzeiros novos bloqueados e os Debêntures da Siderbrás puderam adquirir CPs e assim participarem dos leilões; desta forma foi se permitindo uma maior participação de outras dívidas vencidas no processo de privatização.

A quantidade cada vez maior de processos contra a obrigatoriedade da compra de CPs junto com o não cumprimento das datas dos leilões levou a uma redução na credibilidade do plano e à suspensão da venda dos CPs

VARIAÇÃO DO ESTOQUE DE CPs

1990-1993

U\$1B1

ESTOQUE	ESTOQUE	ESTOQUE
INICIAL	UTILIZADO	FINAL
1,5	1,244	0,256

fonte: artigos Gazeta Mercantil

Como podemos ver pela tabela, mesmo com todos estes contratempos, foram colocados (permitidos de) no mercado U\$1,5bi em CPs que foram quase totalmente utilizados durante os leilões, restando em setembro de 1993 apenas U\$0,256bi no mercado, o que representava um volume não suficientemente para que pudessem ocorrer negociações no mercado secundário e consequentemente estipular a cotação.

COTAÇÃO DOS CPS NO MERCADO SECUNDARIO

1990-1993

DATA	% DO VALOR DE FACE
1990	colocação no mercado
05/1991	30%-40%
09/1991	35%-40%
10/1992	43%-44%
06/1993	52%-53%
09/1993	falta de volume para cotação

fonte: Artigos do jornal Gazeta Mercantil de 1990 - 09/1993

Como vimos nesta tabela os CPs quando foram colocados no mercado secundário (1991) possuíam como valor máximo 40% de seus respectivos valores de face. Ao longo do processo esta cotação foi aumentando para 43%-44% em setembro de 1992, chegando ao máximo em junho de 1993 com 53%. Em setembro de

1993 como já foi citado não existe mais transações suficientes para que se tenha a sua cotação.

Os CPs por terem sido quase que totalmente utilizados, serviram de parte do pagamento da maioria dos leilões. Os CPs foram inclusive a moeda mais utilizada em muitos deles como na Indag, Aços finos Piratini, etc.

TÍTULOS DA DÍVIDA EXTERNA

A possibilidade de conversão da dívida externa brasileira em capital de risco surge dentro do contexto de renegociação da dívida a partir de 1982. A necessidade desta renegociação se deu pela interrupção dos empréstimos voluntários resposta à moratória mexicana e ao rápido esgotamento das reservas brasileiras (segundo semestre de 1982). O Brasil mantinha o equilíbrio do balanço de pagamentos cobrindo seus déficits com empréstimos no mercado internacional de crédito que dispunha de grande liquidez no período.

A crise cambial fez com que o governo brasileiro aceitasse a imposição dos bancos credores e do FMI quanto aos termos de renegociação. Segundo o discurso oficial, o país estaria passando por uma momentânea crise de liquidez, situação que logo se reverteria e o país poderia retomar o fluxo de empréstimos externos de longo prazo para fechar o seu balanço de pagamento.

A crença no carácter conjuntural da crise acabou acarretando metas impossíveis de serem cumpridas, considerando que foram baseadas em uma situação ilusória como por exemplo a sub-estimada taxa de inflação. Desta forma as metas iniciais não foram cumpridas e o FMI suspendeu o pagamento dos desembolsos já previstos de serem feitos. A necessidade de dinheiro novo levou ao envio de sete cartas com intenções de metas no espaço de dois anos.

Contudo as exportações brasileiras e a produção interna de petróleo aumentaram enormemente entre 1983 e 1984, o que resultou em uma inesperada recuperação das reservas brasileiras. Esta nova situação possibilitou então ao Brasil uma nova renegociação, desta vez sem a necessidade de dinheiro novo. As altas taxas de inflação do período, a constante crise fiscal e a proximidade da mudança de governo levaram o FMI a suspender o acordo de estabilização e a esperar a posse do novo governo.

Os planos da nova república se mostraram impossíveis de serem conciliados com os requisitos do FMI, mas as amplas reservas levaram à assinatura de um acordo de reestruturação da dívida vencida em '85/86 mesmo que sem a "colateralização" do fundo. Mas no segundo semestre de 86 com o Plano Cruzado, a aceleração interna e o atraso cambial fizeram minuar o superávit comercial que sustentava as reservas. A expectativa de esgotamento das reservas faz o Brasil declarar moratória da dívida de médio e longo prazo para com os bancos estrangeiros.

Conjuntamente com o acordo de 85/86 de reestruturação da dívida -monitoramento atenuado do FMI sem assinatura formal de crédito- o banco central brasileiro autorizou a liberação das amortizações depositadas em 1986 para a conversão em capital de risco sujeito aos limites em vigor.

As limitações à autorização de conversão eram para os seguintes casos: crédito entre companhias (matriz/filial); crédito de instituições financeiras quando ela mesma é a investidora; créditos de instituições financeiras originalmente garantidos por empresa no exterior assumindo tais empresas a titularidade do investimento. No caso dos itens segundo e terceiro o futuro investidor deveria se comprometer a manter os recursos convertidos no país por um prazo pelo menos igual ao do empréstimo original e não repatriar, no mesmo período, qualquer outro investimento anteriormente realizado bem como transferir a diferença de titularidade do investimento

Desta forma a dívida externa brasileira se transforma em diferentes tipos de títulos todos representativos da parte vencida do endividamento externo.

Em 1990, quando o governo Collor lançou o plano de privatização, já estava prevista a possibilidade de utilização destes títulos nos leilões das privatizáveis. Mas a regulamentação só apareceu em 1991 quando foram fixados a porcentagem máxima de capital estrangeiro (40%), o deságio a que os títulos deveriam ser incorrer (25%), o tempo de

permanência mínimo que o capital tinha que ficar no país e as regras de remessa de lucros.

A participação nos leilões com títulos externos era restrita às instituições financeiras, pessoas físicas ou empresas estrangeiras. Para participar bastava bloquear os títulos junto ao Banco Central que fornecia um atestado de depósito em cruzeiro (já incluso o deságio de 25% do valor de face), este diretamente utilizável nos leilões. Caso vencessem transformariam os títulos no Banco Central, caso contrário os títulos voltariam ao ex-portador.

Da cesta de títulos de dívida externa os mais utilizados nos leilões foram as MYDFA, PFA E CFA, que juntos representavam uma disponibilidade, em 1991, de U\$32bi divididos em

DISTRIBUIÇÃO DOS TÍTULOS DE DÍVIDA EXTERNA
valores em U\$bi

TÍTULO	MONTANTE	PORCENTAGEM
TOTAL	32,1	100,0
MYDFA	27,0	84,11
PFA	3,1	9,65
CFA	0,2	0,62
EB	1,1	3,42
NMB	0,7	2,18

Fonte: Gazeta Mercantil

MYDFA - Multi Year Deposit Facility Agreement
PFA - Parallel Financing Agreement
CFA - Commercial Bank Co-Financing Agreement
EB - Brazilian Investment Bonds (Exit Bonds)
NMB - New Money Bonds

Os detentores de títulos de dívida externa, uma vez começado o programa, reivindicaram maiores facilidades como a eliminação do deságio de 25% e o aumento da participação para até 100%. Os títulos que participaram dos leilões tiveram sempre suas cotações em torno de 25% dos seus valores de face, com algumas pequenas variações em época de grandes leilões como foi no caso da Usiminas.

COTAÇÃO DOS TÍTULOS DE DÍVIDA EXTERNA
maio/91

TÍTULO	(% do valor de face)
MYDFA	28,7 - 29,0
PFA	29,5 - 30,5
CFA	s/ negócios
EB	47,1 - 47,5
NMB	74,1 - 74,3

Fonte: Artigo Gazeta Mercantil

MYDFA - Multi Year Deposit Facility Agreement
PFA - Parallel Financing Agreement
CFA - Commercial Bank Co-Financing Agreement
EB - Brazilian Investment Bonds (Exit Bonds)
NMB - New Money Bonds

O volume disponível destas moedas ainda é enorme, estimando-se um estoque da ordem de U\$37bi em setembro/93. A tendência é de aumentar cada vez mais a participação deste título no processo, principalmente se as regras quanto à participação de capital estrangeiro mudarem com a nova fase do plano que deve ser iniciada ao final de 1993.

TÍTULOS DA DÍVIDA AGRÁRIA

Os TDÁ foram criados no Estatuto da Terra de 1964. Eram títulos concebidos para permitir, através de um novo ordenamento jurídico, que o poder público mudasse a estrutura agrária do país. Foi estabelecido um novo conceito de direito de propriedade, destacando-se o lado social e não mais o individual e conservador. A terra foi definida como um Bem de Produção com uma exigida função social e econômica da propriedade, sendo prevista a desapropriação quando esta função não fosse cumprida ou o fosse abaixo dos índices estabelecidos.

Os TDAs surgiam como indenização aos proprietários de terras pela desapropriação de seus imóveis não explorados ou mal explorados. Esta indenização era em princípio "prévia" e "justa". Mudanças de regras levaram a que esta passasse a ser somente "justa", sendo reduzido o prazo de desapropriação que podia chegar a 3 dias. O título teria "exata correção monetária" e seria resgatável no prazo máximo de 20 anos em parcelas anuais sucessivas, tendo assegurado a sua aceitação em qualquer momento como meio de pagamento de até 50% de impostos territoriais rurais e também como pagamento de terras públicas.

O valor fixado como justo quando a indenização era prévia, era fixado segundo um acordo de ambas as partes. Quando este acordo não se tornava possível era feito o pagamento através do

valor declarado da propriedade para pagamento de imposto territorial rural ou então através de avaliação do expropriante que se basearia nos efetivos rendimentos econômicos do imóvel. Quando a indenização passou a não ser prévia e todo o processo que a princípio era demorado passou a ser resolvido em 3 dias, este tipo de negociação deixou de ser possível, visto que o pedido de reavaliação recaía sobre um imóvel já desapropriado. Desta forma o processo se tornou cada vez mais autoritário visto que o proprietário não tinha como recorrer das decisões tomadas muitas vezes de forma aleatória pelas entidades governamentais.

O TDA como pode ser visto era um título compulsório mas mesmo assim no seu lançamento era um título de grande aceitabilidade no mercado por existir todo um aparato de decretos voltados a não penalizar os desapropriados. O número de benefícios do título era bem grande como a limitada emissão destes títulos para limitar as vantagens oferecidas, a garantia de ser o capital sempre atualizado (o valor nominal era reajustado a cada trimestre civil em função da variação do poder aquisitivo do trimestre decorrido), a liberdade de poder ser repassado a qualquer momento, não precisando esperar a data de vencimento para ser transferido, a existência de um mercado secundário regulamentado na bolsa de valores, o direito de poder ser utilizado no pagamento de parte dos tributos territoriais rurais (50%), e outras vantagens que o transformavam em um título de grande aceitabilidade considerando que era compulsório.

A máxima valorização dos TDAs aconteceu em 87/88 quando o então ministro da reforma de desenvolvimento agrário Jader Barbalho reduziu os prazos de vencimento do resgate dos títulos (aproximadamente para metade do prazo que faltava). A procura destes títulos pelos bancos e fundos de pensão era muito alta ao ponto destes títulos não serem simplesmente negociados com deságio, os valores de face eram trazidos a valores presentes e chegava-se a oferecer uma taxa de retorno superior ao CDB da época. Mas já em 1988 esta medida é suspensa e os prazos voltam a ser de 10 a 20 anos.

Conjuntamente com esta volta aos prazos mais longos os TDAs, que até 1986 haviam sido honrados sem atrasos, deixaram de ser pagos em 1988. O Plano Cruzado levou a um desentendimento entre o consultor geral da *república* e o ministério da economia sobre a tabela de correção dos títulos, levando a que os resgates deixassem de ser feitos. Esta confusão levou a uma redução significativa da credibilidade dos títulos baixando consideravelmente a sua cotação no mercado secundário.

O único interesse que se manteve foi a possibilidade de ser utilizado como caução em ações judiciais, pois fazer o depósito em TDAs representava um menor custo por terem as suas cotações bem abaixo dos respectivos valores de face.

A cotação dos TDAs, como veremos em tabela a seguir, só vai voltar a aumentar em março de 1994 quando é permitida a sua utilização nos leilões de privatização e previsto no orçamento da união o resgate dos TDAs vencidos. A cotação que estava em 1990 por volta de 10% do valor de face passa então para 30% a 40%, sendo até um pouco mais elevada para os títulos já vencidos. Os títulos já vencidos eram os únicos aceitos nos leilões, mas como não havia uma especificação clara no edital ambas as cotações subiram. Em outubro de 1992 com os leilões ocorrendo, as cotações foram subindo e chegaram a 40%-44% de seus valores de face. Em 1993 com a proximidade do fim dos estoques, e com o ritmo contínuo dos leilões, a cotação dos TDAs chega a seu nível mais elevado desde 1990. Em junho a sua cotação era de 56%-58% e em julho já chegava a 68%, depois desta data a redução significativa dos estoques de TDAs impossibilitaram a formação de cotação no mercado secundário.

COTAÇÃO DOS TDA NO MERCADO SECUNDARIO
1990-1993

DATA	% DO VALOR DE FACE
ANTES 1990	10%-15%
1990	15%-25%
05/1991	30%-40% TDA em circulação
	35%-40% TDA já vencido
10/1992	43%-44%
06/1993	56%-58%
07/1993	68%
09/1993	Falta volume para cotação

Fonte: Artigos do Jornal Gazeta Mercantil 1990 - 09/1993

A cotação dos TDAs foi aumentando à medida que os leilões foram ocorrendo, ajudados por medidas governamentais como o programa de reforma agrária em janeiro onde se previa o resgate imediato de todos os TDAs vencidos (o Tesouro Nacional assumiria a responsabilidade).

VARIAÇÃO DO ESTOQUE DE TDA
1990-1993

ESTOQUE INICIAL	SALDO UTILIZADO	ESTOQUE ATUAL (SET/93)
0,674	0,428	0,246

fonte: Artigo Gazeta mercantil - setembro 1993

O estoque inicial de TDAs era estimado em U\$0,674bi e o saldo utilizado até set/93 era de U\$0,428bi, como podemos perceber os TDAs assim como os CPs foram amplamente utilizados, restando inclusive um volume semelhante no mercado secundário (U\$0,2bi) que também não permitiu a formação de cotação.

Os TDAs passaram a ser um bom negócio, pois além de terem as suas cotações aumentando durante o processo de privatização podiam ser utilizados em operações contábeis onde resultava em prejuízo contábil dedutível de imposto de renda.

DEBÊNTURES DA SIDERBRÁS

Os debêntures da siderbrás são ativos que surgiram no plano de saneamento do sistema siderbrás, visando enfrentar a insolvência em que se encontra o sistema desde 1985 quando se instalou a nova república. Esta insolvência como veremos à frente foi consequência da parcial instalação do PSN (Plano Siderurgico Nacional) de 1974. A nova república com suas medidas vai tentar manter o núcleo da siderurgia estatal.

O II PND (Plano nacional de desenvolvimento - 1974) teve como principal enfoque o papel das estatais como importante instrumento indutor de crescimento para a economia como um todo. Dentro desta lógica a siderurgia nacional também foi incluída nas políticas de investimentos setoriais (PSN). Os investimentos por serem subordinados aos objetivos de política macroeconômica nem sempre se tornaram viáveis econômica e financeiramente, o que terminou levando as estatais do setor siderúrgico a um grande endividamento externo.

O alto endividamento teve como causa o alto custo do investimento na siderurgia estatal. Este alto custo ~~deve~~

~~de~~ se fixarem ambiciosas metas a serem alcançadas, o que levou a altos investimentos com instalação de grandes capacidades sem a garantia de retorno via mercado interno ou externo; elevados custos iniciais considerando o alto custo de instalação do setor siderurgico; atraso na instalação e execução dos projetos que teve como consequência o não retorno de recursos e consequente aumento da necessidade de financiamento, e, o aumento do custo financeiro diante das situações da conjuntura nacional e internacional.

O aumento do custo de financiamento teve, por sua vez, dois motivos básicos: o primeiro diz respeito á política de ajuste recessivo que conteve os preços internos e consequentemente reduziu a margem operacional o que levou a novas necessidades de financiamento; o segundo motivo diz respeito à necessidade de financiamento externo visto que o governo dificultou a tomada de recursos internos e estimulou a captação de recursos externos para financiar o desequilibrado balanço de pagamento. Portanto a redução da possibilidade de financiamento interno e a necessidade de financiamento externo de alto custo levaram a um crescente comprometimento da receita operacional para o pagamento dos encargos financeiros o que determinou, na década de 80, a necessidade de uma reestruturação financeira e produtiva.

Em 1985 a nova república vai tentar reverter este quadro geral de crise financeira das estatais através de uma política visando a recuperação da capacidade de gastos e financiamento das empresas. Essa nova política rompe com as políticas anteriores visto que vai automatizar a dependência de recursos vindos do Tesouro Nacional. Tal política vai ter como base a ideia de que a solução está relacionada à reestruturação do financiamento do setor público que serviria de horizonte para os investimentos do setor privado.

Em alguns setores esta nova política não é facilmente perceptível, mas no setor siderurgico ela é bem explícita através da implementação do plano de saneamento do sistema siderbrás.

O plano de saneamento previa basicamente três medidas: em primeiro, um realinhamento tarifário que tinha como objetivo assegurar a auto sustentação do crescimento das empresas através da garantia de uma margem operacional de lucro positiva simultânea com a diminuição da necessidade de injeção de recursos financeiros; a segunda medida previa a privatização das siderurgicas de pequeno e médio porte produtoras de aço não plano (esta medida representava uma continuidade com a política estatal de 1974 que já previa que o setor de não planos ficaria à cargo do setor privado), e, a terceira medida previa o saneamento das dívidas das grandes siderurgicas através da capitalização destas dívidas em um montante que

compatibilizasse os estoques de dívidas com a capacidade de pagamento das empresas.

Os debêntures da siderbrás vão surgir justamente deste plano de saneamento que tinha como objetivo preservar o conjunto das cinco grandes empresas do sistema siderurgico nacional -CSN, Usiminas, Cosipa, CST, Açominas- através da capitalização da dívida centrada em recursos da União.

O plano de saneamento compreendia duas partes: medidas de responsabilidade da União que visavam a recuperação financeira; e medidas de responsabilidade da Siderbrás que eram voltados à recuperação econômica. Foi previsto prazo total de implementação de seis anos, com as medidas mais importantes concentradas no biênio 87/88.

As medidas de recuperação econômicas a serem implementadas pela Siderbrás estavam centradas em aspectos operacionais e de gestão com o objetivo de aumentar a eficiência das empresas e assim garantir a auto-sustentação das grandes siderúrgicas estatais.

As medidas de recuperação financeira da União se dividiam em duas fases distintas: a primeira consistia na operação contábil de transferência das dívidas e compromissos das controladas para a holding (valor de U\$4.135mi); a segunda fase consistia na garantia por parte da União de alocar suficientes recursos para a liquidação total do serviço da dívida (principal e encargos) mediante efetiva capitalização

tanto nas empresas (U\$12.644mi), quanto na holding (U\$18.225mi, dos quais U\$13.910mi referentes ao serviço da dívida da própria Siderbrás) -também previsto refinanciamento via BNDES ou FND num montante de U\$12.622mi.

No total havia a previsão de um aporte de recursos da ordem de U\$13,5bi por parte da União, sendo U\$10,9bi em capitalização direta do Tesouro Nacional e U\$2,6bi em refinanciamento, equivalendo a 78,7% da dívida do sistema. O restante das dívidas estaria concentrado nas empresas controladas e seriam pagas de acordo com a capacidade de pagamento de cada uma.

A inserção das diferentes controladas na estratégia de financiamento foi bastante heterogênea (maior beneficiária foi a Açominas). Esta heterogeneidade de tratamento foi aparentemente baseada na capacidade de pagamento de cada empresa de vez que o montante acima das respectivas capacidades de amortização teria aporte de capital por parte do governo.

O saneamento das empresas controladas através da operação intra-grupos, de caracter contábil, ocorreu em sua totalidade já em 1987 com a implementação da fase I -transferência das dívidas para a holding. Representou um significativo enxugamento nos balanços patrimoniais, reduzindo os níveis de endividamento para cerca de três vezes a sua receita operacional.

Já a segunda parte, sob  responsabilidade da União (fase II), que previa a capitalização da holding, só foi implementada parcialmente. Entenda-se por parcial a postergação das capitalizações previstas; o que teve como consequência a incapacidade da holding honrar suas amortizações ou pagamentos.

Dessa forma a holding ficou quase insolvente em 1988 quando decidiu-se então lançar no mercado os Debêntures da Siderbrás. Debêntures são títulos de crédito ao portador emitido em séries uniformes sobre os quais vencem juros. é representativo de empréstimos amortizáveis contraídos a longo prazo mediante garantia de todo o seu ativo. Os Debêntures da Siderbrás teriam vencimentos semestrais; seriam resgatados pela própria Siderbrás com aporte de capital do Tesouro Nacional (Decreto-lei 2.460 de 26 de agosto de 1988), sendo os juros calculados com base na OTN (Obrigação do Tesouro Nacional). Os debêntures seriam utilizados pela Siderbrás na liquidação de débitos vencidos e a vencer próprios e de suas empresas controladas; no caso de dívidas vencidas significava uma troca de dívidas, situação criada dentro do espírito de não crescimento do déficit público.

Como foi citado o lançamento dos debêntures ocorreu em setembro/88 quando foram emitidos o equivalente a U\$2,1bi destes U\$1,9bi foram para ~~OS~~ CREDITORES

- U\$1,064bi os bancos assumiram
- U\$0,300bi foram para os fundos privados de pensão
- U\$0,293bi o BNDES assumiu
- U\$0,229bi não foram absorvidos em princípio e terminaram sendo adquiridos por outras estatais

Os debêntures eram divididos em três séries que diferiam quanto aos juros fixados, prazos de captação e carência.

A série A rendia 12% juros ao ano com amortização em 8anos e 10meses e carência de 3anos e 10 meses.

A série B rendia juros flutuantes com amortização em 5anos e 4meses e 3anos e 4meses de carência.

A série C era cotada de tempos em tempos pela média do custo de captação dos certificado de depósito bancário (taxa + spread fixo de 2,7%aa).

Porém a holding manteve uma situação precária e dada a não correspondência dos aportes de capital do Tesouro Nacional, houve a necessidade de capitalização dos juros e amortizações devido a rodada de vencimentos dos debêntures o que aumentou progressivamente o passivo destes títulos.

Concluindo: O plano de saneamento levou a uma transferência de dívidas para a holding da ordem de U\$8,0bi que deveria ser acompanhada por uma capitalização, com recursos da União, de ordem equivalente. Mas como a implementação desta segunda parte foi parcial tornou-se necessário o lançamento de debêntures no montante de U\$2.1bi.

O aumento do passivo destes títulos combinados com a consequente discrepância na solidez destes resultou em significativas reduções de suas cotações no mercado secundário.

O governo Collor em 1990 extinguiu a Siderbrás, deixando no mercado U\$4250mi de debêntures vencidos e um grande montante à vencer no prazo máximo de 5 anos. O Tesouro Nacional terminou assumindo a dívida, mas a credibilidade do título não aumentou. Em maio de 1990 a dívida da Siderbrás com os debenturistas já superava o valor arrecadado originalmente (foi captado U\$2,1bi e deve U\$2,780bi), perpetuando uma bola de neve entre juros e amortizações.

A partir de julho/91 a cotação começou a aumentar pois os debêntures foram aceitos como moeda nos leilões de privatização (compra de CPs) além de ser feito um acordo entre os debenturistas e o Tesouro Nacional. O Tesouro Nacional se prontificou a pagar U\$4bi até o ano 2000 com 3 anos de carência relativo à capitalização dos juros e pagamento do principal.

COTAÇÃO DO DEBÊNTURES NO MERCADO SECUNDÁRIO
1990 09/1993

DATA	% DO VALOR DE FACE
1990	35%-40%
05/1991	40%
10/1992	40%-45%
05/1993	46%
06/1993	65%
08/93	68%
09/1993	73%

Fonte: Artigos Gazeta Mercantil 1990-1993

Como vemos pela tabela, os debêntures iniciam no programa de privatização com cotação em torno de 40%, cotação que só vai aumentar em 1992. Em 1993 os debêntures tem um rápido e grande aumento de cotação, de junho à setembro se tem um aumento de 8% na cotação. A partir de setembro praticamente não existem mais títulos no mercado, se esgotam as reservas. Como podemos ver com o decorrer do plano os debêntures vão aumentando de cotação e deixam de possuir um caracter tão podre, mesmo assim isto só ocorre em decorrência do também esgotamento dos outros títulos no mercado secundário, visto que suas reservas ao contrário do que aconteceu com os CPs e TDAs ainda são relativamente grandes (ver tabela).

VARIAÇÃO DO ESTOQUE DE DEBÊNTURES
1990-1993
valores em U\$bi

ESTOQUE	SALDO	SALDO
INICIAL	UTILIZADO	ATUAL(09/93)
3,0	0,903	2,097

fonte: Artigos Gazeta Mercantil de 1990 - 09/1993

O volume de debêntures que resta no mercado não é totalmente disponível para as privatizações, existe uma porcentagem que por diversos motivos precisa ficar em posse de seus detentores sem poder ser negociado nos mercados secundários e muito menos participar dos leilões de privatização, sem mencionar os debêntures que ainda não venceram.

Como vimos pelos históricos individuais dos CPs, TDAs e Debêntures da Siderbrás, as chamadas moedas podres tiveram um aumento considerável de suas respectivas cotações nos últimos três anos. (Obs: não consideraremos os títulos de dívida externa por não terem tido uma participação significativa quando comparada ao seu estoque).

De uma maneira geral o aumento foi de no mínimo 20 pontos percentuais como veremos a seguir nesta tabela das cotações gerais.

COTAÇÃO DAS MOEDAS PODRES NO MERCADO SECUNDARIO
(porcentagem do valor de face)
1990 - 1993

MOEDAS	1990	1991	1992	06/1993	08/1993
CP	-	30-40	43-44	52-53	-
TDA	10	40	40	56-58	68
DEB SID	35-40	40	40-48	65	68-73

fonte: Artigos do jornal Gazeta Mercantil de 1990/ set 1993

Como podemos perceber em 1991 se tem uma certa homogeneidade das cotações que então começam a variar, de forma que em 1992 os TDA ficam estacionários mas os CPs e principalmente os Debêntures aumentam de cotação de forma significativa. Em 1993 pelas razões já citadas todos tem um grande salto nas suas cotações, os CPs não aumentam mais de cotação por terem seus estoques praticamente esgotados, o mesmo acontecendo mais tarde com os TDAs. Os debêntures chegaram ao pico de 73% em setembro, unica das moedas

citadas que ainda possuía cotação nesta data.

Durante todo o processo não foram utilizadas somente as moedas citadas até então, eram permitidas a participação de varias moedas que possuíam variáveis estoques.

VARIAÇÃO DO ESTOQUE DAS "MOEDAS PODRES"
1990-1993
U\$bb1

MOEDA	ESTOQUE INICIAL	ESTOQUE UTILIZADO	ESTOQUE FINAL
CP	1,5	1,244	0,256
DEB.SID	3,0	0,903	2,097
OFND	0,750	0,591	0,159
TDA	0,674	0,428	0,246
L.H.CEF	0,843	0,274	0,569
CrN\$	-	0,011	-
CR\$	-	0,108	-
TDE	37,0	0,108	36,9

fonte: Artigo GAZeta Mercantil setembro/1993

CP- Certificado de privatização
DEB.SID - Debêntures da Siderbrás
OFND - Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento
TDA - Título de Dívida Agrária
L.H.CEF - Letras hipotecárias da Caixa Econômica Federal (foram utilizadas em um volume considerável, mas tiveram a sua participação suspensa)
Cr\$N - Cruzados Novos bloqueados (não foram amplamente utilizados por irem sendo desbloqueados)
Cr\$ - Dinheiro vivo corrente - cruzeiros
TDE - Títulos de dívida externa (MYDFA/BIB/NMB)

Estas moedas citadas participaram dos leilões nos

seguintes montantes e percentagens:

Ver tabela 1 e 2

Vemos pelas tabelas que o título mais utilizado foi DVR (dívidas vencidas renegociadas), que é uma cesta de títulos vencidos que foram sendo renegociados pelo governo, nesta cesta inclui-se principalmente os Títulos de dívida da Superintendência Nacional da Marinha Mercante (Sunamam), dívidas vencidas da Sotave e dívidas vencidas da Portobras; por ordem de volume de utilização estes títulos foram seguidos pelos debêntures da Siderbras e pelos CPs.

Veremos na tabela seguinte que o aumento das cotações não mudou de forma significativa a média do ágio girou em torno de 17%, o único movimento neste sentido que se observa é uma maior quantidade de empresas vendidas pelo preço mínimo no final do processo.

PERCENTAGEM DO AGIO NAS PRIVATIZAÇÕES
DE 1990-1993

EMPRESA	PREÇO MÍNIMO	VALOR VENDA	AGIO	PRINCIPAL MOEDA
USIMINAS	974,1	1112,4	14,2	DEB.SID
CELMA	72,6	90,7	25,0	DEB.SID
MAFERSA	18,5	48,4	161,1	OFND
COSINOR	12,0	13,6	13,8	CPs
SNBF	7,8	12,0	54,7	DEB.SID
INDAG	6,8	6,8	0,0	CPs
PIRATINI	42,0	106,3	153,0	CPs
PETROFLEX	178,4	215,5	20,8	CPs
COPEL	617,0	797,2	29,2	DVR
ALCALIS	46,6	46,6	0,0	DVR
CST 1	294,8	295,4	0,2	DVR
CST 2	36,9	36,9	0,0	DVR
NITRIFLEX	26,2	26,2	0,0	DVR
FOSFERTIL	139,3	177,0	27,1	DVR
POLISUL	56,9	56,9	0,0	CPs
PPH	25,2	40,8	62,2	CPs
GOIASFERTIL	12,7	12,7	0,0	TDA
ACESITA	347,6	450,2	29,5	OFND
CBE	10,9	10,9	0,0	DVR
POLIOLEFINAS	87,1	87,1	0,0	CPs
CSN	1056,6	1056,6	0,0	DVR
ULTRAFERTIL	199,4	199,4	0,0	DVR

Fonte : Indicadores IESP 19 (agosto/1993)

f
—

Todas as tabelas expostas, principalmente as ultimas, nos mostram uma síntese do programa. Vemos através delas como evoluíram as cotações, como estas não influenciaram de forma significativa no ágio e qual foi a percentagem

específica de cada moeda em cada leilão. Espero desta forma ter dado um bom panorama da participação das moedas podres ao longo do processo de privatização.

INDICER

MOEDAS UTILIZADAS NOS LEILÕES DAS EMPRESAS PRIVATIZADAS

EMPRESAS	DEB.SID	DVR	OFND	CPs	TDA	MDFA	CR\$	CEF	TOTAL
USIMINAS ORD	500.0	205.8	191.9	176.3	33.6	4.4	0.4	-	1,112.4
USIMINAS PREF	37.4	17.8	56.0	124.8	28.3	0.0	0.0	-	264.3
CELMA	54.0	7.6	4.2	8.5	16.4	-	-	-	90.7
MAFERSA	23.3	-	25.1	-	-	-	-	-	48.4
COSINOR	-	-	-	13.6	-	-	-	-	13.6
SNBP	12.0	-	-	-	-	-	-	-	12.0
INDAG	-	-	-	6.8	-	-	-	-	6.8
PIRATINI	23.9	9.7	-	67.0	5.7	-	-	-	106.3
PETROFLEX	0.8	3.7	64.0	145.7	1.3	-	-	-	215.5
COPELUL	76.5	309.0	60.4	262.7	76.9	7.7	0.0	4.0	797.2
ALCALIS	-	33.4	-	4.5	8.7	-	-	-	46.6
CST 1	5.2	140.1	7.2	56.8	8.3	-	-	77.0	295.4
CST 2	-	26.5	-	7.3	3.1	-	-	-	36.9
NITRIFLEX	-	18.6	-	7.6	-	-	-	-	26.2
FDSFERTIL	-	145.9	-	27.9	2.9	-	0.0	0.3	177.0
POLISUL	2.2	5.5	-	24.7	13.1	11.4	-	-	56.9
PPH ORD	-	-	-	25.5	-	15.3	-	-	40.8
PPH PREF	0.0	0.4	-	18.1	0.2	-	-	-	18.5
GOIASFERTIL	-	0.4	-	0.2	12.1	-	-	-	12.7
ACESITA	26.5	73.0	152.0	58.9	111.6	2.1	0.0	23.3	450.2
CDE	-	10.9	-	-	-	-	-	-	10.9
POLIOLEFINAS	-	-	-	41.0	-	-	26.1	-	67.1
CCN	131.3	541.2	31.4	32.0	90.1	1.2	40.0	160.9	1,056.6
ULTRAFERTIL	-	159.5	-	0.0	-	-	39.2	-	199.4
TOTAL	893.4	1,671.8	592.2	1,189.9	412.1	412.1	106.6	274.3	5,182.4

fonte : indicadores do IESP/agosto1993

TABELA 2

PORCENTAGEM DAS MOEDAS UTILIZADAS NOS LEILÕES DAS EMPRESAS PRIVATIZADAS

EMPRESAS	DEB.SID	DVR	OFND	CPs	TDA	MDFA	CR\$	CEF	TOTAL
USIMINAS ORD	44.9	18.5	17.3	15.8	3.0	0.4	0.0	-	100.0
USIMINAS PREF	14.2	6.7	21.1	47.2	10.7	0.0	0.0	-	100.0
CELMA	59.5	8.4	4.7	9.4	18.1	-	-	-	100.0
MAFERSA	48.1	-	51.7	-	-	-	-	-	100.0
COSINOR	-	-	-	100.0	-	-	-	-	100.0
SNBP	100.0	-	-	-	-	-	-	-	100.0
INDAG	-	-	-	100.0	-	-	-	-	100.0
PIRATINI	22.5	9.1	-	63.1	5.4	-	-	-	100.0
PETROFLEX	0.4	1.7	29.7	67.6	0.6	-	-	-	100.0
COPEL	9.6	38.8	7.6	33.0	9.6	0.8	0.0	0.5	100.0
ALCALIS	-	71.7	-	9.7	18.7	-	-	-	100.0
CST 1	1.8	47.4	2.4	19.2	2.8	-	-	26.3	100.0
CST 2	-	71.8	-	19.8	8.4	-	-	-	100.0
NITRIFLEX	-	80.0	-	29.0	-	-	-	-	100.0
FOSFERTIL	-	82.4	-	15.8	1.6	-	0.0	0.1	100.0
POLISUL	3.9	9.7	-	43.4	23.0	20.0	-	-	100.0
PPH ORD	-	-	-	62.5	-	37.5	-	-	100.0
PPH PREF	0.0	2.2	-	97.8	0.0	-	-	-	100.0
GOIASFERTIL	-	3.1	-	1.6	95.3	-	-	-	100.0
ACESITA	5.9	16.8	33.8	13.1	24.8	0.5	0.0	5.2	100.0
CBE	-	100.0	-	-	-	-	-	-	100.0
POLIOLEFINAS	-	-	-	70.1	-	-	30.0	-	100.0
CSN	12.5	47.4	3.0	8.7	8.5	0.1	3.8	16.0	100.0
ULTRAFERTIL	-	80.0	-	0.0	-	-	20.0	-	100.0
TOTAL	17.2	32.3	11.4	22.9	8.0	0.8	2.1	5.3	100.0

fonte: indicadores IESP agosto 93

COMENTARIOS FINAIS

Comentários finais

No desenrolar da monografia observamos que as privatizações no Brasil acompanharam uma tendência mundial de redução da participação do estado, e principalmente uma tendência dos países da América Latina.

A América Latina enfrentou nos anos 80s graves problemas de Balanço de pagamento, visto que em sua grande maioria foi transferido para o estado o ônus da crise de liquidez do mercado internacional (decorrência da Moratória Mexicana) e da crise do petróleo. Os governos desta forma se viram responsabilizados pela dívida que lhes foi transferida, viabilizando ou pelo menos ajudando a atuação do setor privado, mas "quebrando" o setor público.

Conjuntamente com os problemas de balanço de pagamento o governo brasileiro e de uma maneira geral os governos dos países da América Latina possuíam um grande número de estatais n o pertencentes às esferas típicas do governo e que muitas

vezes eram altamente deficitárias, e representavam um grande ônus para os cofres públicos.

Decide-se então por volta dos anos 80 começar a implantar programas de privatização que serviriam para livrar o governo do ônus que certas estatais representavam; resolver certos problemas de caixa de curto prazo; tentar retomar o crescimento e desenvolvimento via iniciativa privada, além de tentar sinalizar para os países desenvolvidos que estava havendo uma iniciativa de progresso que de uma certa forma as privatizações representavam.

O Brasil, como vimos, acompanhando uma tendência mundial implantou diversos planos de privatização e controle das estatais a partir de 1979. Estes diversos planos não levaram a resultados concretos o que só ocorreu no Plano Collor de Privatização (PCP) em 1990.

O PCP como já foi observado situava o processo de privatização em uma estratégia maior de busca de estabilidade e crescimento auto-sustentado através do ataque aos desequilíbrios de balanço de pagamento e das contas públicas; as medidas estavam centradas em ajuste monetário e fiscal onde se inseria o processo de privatização através da reforma patrimonial.

O PCP em princípio previa o pagamento das privatizáveis com parte dos lucros de instituições financeiras, previdência privada, etc, que comprariam compulsoriamente os certificados

de privatização (CPs) que era até então a única moeda do processo. Mas por pressões já comentadas o governo terminou cedendo e as moedas do processo terminaram sendo as chamadas moedas podres. Com esta atitude o governo criou a maior base de argumentação contra o plano o que resultou em grande controvérsia.

As moedas, como vimos em seus históricos, surgiram em diversas situações e para diferentes fins e sempre acabaram se transformando em papel desvalorizado visto a não previsão de pagamento pelo governo destes títulos vencidos. Desta maneira quando o processo de privatização do governo Collor começou estes papéis possuíam uma cotação no mercado secundário que variava de 10% a 30% de seus valores de face, e por isso, nem metade de seus valores de face como cotação no mercado secundário, e por isso, como também já foi citado, a denominação de moedas podres.

Os títulos mais utilizados no processo foram os debêntures da Siderbrás (não considerando a cesta de títulos Dívidas Vencidas Renegociadas-DVR) que surgiram dentro do plano de saneamento do sistema Siderbrás para servir de pagamento às todas as dívidas vencidas e à vencer da holding e de suas controladas. O sistema financeiro, empreiteiros, fornecedores, etc receberam destes títulos, que passaram então a serem negociados no mercado secundário. A perspectiva de recebimento dos valores devidos era considerada remota e por isso a cotação destes títulos era bem abaixo de seus valores de face no

mercado secundário, mesmo assim comparando com as outras moedas podres a cotação dos debentures era até considerada alta. Com o desenrolar do plano de privatização estes títulos ganharam a possibilidade de voltarem a ter um valor reconhecido que seria pago em empresas do governo. Desta forma, se completou um ciclo: primeiro foi um título compulsório para pagamento de dívidas do governo, depois se transformou em um título sem valor, e finalmente se transforma em moeda de privatização de alta cotação.

O TDA foi o título que mais recebeu críticas em ter sido permitida a sua participação no FCP, visto que surgiram como pagamento de terras improdutivas e inférteis e terminaram como moeda forte de um plano de privatização. O TDA, como foi citado no histórico era a forma de ressarcimento pela desapropriação de terras improdutivas do programa de reforma agrária, os TDAs tinham até um carácter punitivo no seu lançamento, mas existia um grande número de vantagens que não penalizavam os seus detentores. Com o passar do tempo, estes títulos foram se desvalorizando, chegando a ser o título de menor cotação no começo do processo (10%). Os TDAs terminaram o processo com uma das maiores cotações e com o fim de seus estoques. Desta forma se tem completado também o ciclo dos TDAs que começaram como ressarcimento de terras improdutivas e acabam como valorizada moeda do FCP.

Os Cps foram certamente os títulos que não tiveram questionada a sua participação, visto que foram criados para

este fim. Mesmo assim com a falta de credibilidade do próprio PCP tiveram as suas cotações reduzidas e estas só aumentaram com o fim dos seus estoques já no fim do plano.

Os Títulos de Dívida Externa tiveram uma pequena participação quando considerado o volume existente de seus estoques, existe a previsão de que esta participação aumente significativamente com a privatização de setores mais atrativos e com a liberação de uma maior participação do capital estrangeiro.

Das outras moedas que participaram do processo destacaram-se as Letras Hipotecárias da Caixa Econômica Federal que tiveram a sua participação suspensa no meio do processo depois de serem relativamente bastante utilizadas; e OFND (Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento) que representaram 11% dos pagamentos totais.

Desta forma vemos que este plano de privatização transformou em moeda comum vários títulos de dívida que tinham diferentes origens, funções, etc.

Existiu e ainda existe muita controvérsia envolta no uso das moedas podres, levando a acirradas críticas. Mesmo assim, hoje se prevê a continuação do plano nos mesmos moldes. Foi criado um fundo de moedas sociais (dívidas do PIS/PASEP, FGTS, etc.) que vão substituir as moedas podres atuais visto que seus estoques se reduziram significativamente, e também esta havendo o agendamento de novas privatizações. As justificativas

para a escolha desta forma de pagamento continuam sendo as mesmas que se apresentaram no começo do plano, como o fato de serem dívidas legítimas, de não haver outra forma possível de pagamento, etc. A diferença é que hoje em dia se percebe a preocupação com certas mudanças, como a maior participação do capital estrangeiro e um percentual obrigatório da participação de dinheiro vivo, porcentagens que seriam baseadas na importância estratégica da empresa.

Desta forma é prevista a continuação das privatizações no Brasil. Prevê-se desta forma assim como na fase exposta uma redução no volume de dívidas vencidas do governo e várias privatizações.

Nesta monografia procurei mostrar como o processo de privatização criado pelo governo Collor ocorreu, tentando explicitar uma de suas principais controvérsias que foi a utilização das moedas podres. Procurei desta forma dar elementos para se questionar ou não o processo que está em desenvolvimento e a sua continuidade baseado nas mesmas bases, e dar elementos para planos de privatização futuros.