

COMISSÃO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, INDÚSTRIA, COMÉRCIO E SERVIÇOS

PROJETO DE DECRETO LEGISLATIVO Nº 340, DE 2020

Susta os efeitos do Decreto nº 10.432, de 20 de julho de 2020, que “Dispõe sobre a inclusão e a exclusão de participações societárias minoritárias no Programa Nacional de Desestatização e estabelece diretrizes para o depósito de seus valores mobiliários no Fundo Nacional de Desestatização”.

Autor: Deputado ANDRÉ FIGUEIREDO

Relator: Deputado OTTO ALENCAR FILHO

I - RELATÓRIO

O Decreto nº 10.432, de 20 de julho de 2020 inclui no Programa Nacional de Desestatização (PND), as participações societárias minoritárias detidas pela União, com algumas ressalvas como as ações de classe especial (golden-shares) ou que sejam objeto de demanda judicial, dentre outras.

Define que o Ministério da Economia avaliará a necessidade de manutenção de participação acionária nos prazos entre 45 (participações detidas na data da publicação deste decreto) e 90 dias das outras a partir da data de registro do seu patrimônio. Define também que as ações e os demais valores mobiliários representativos das participações societárias minoritárias incluídas no PND, inclusive as que se encontre depositadas no Fundo de Amortização da Dívida Pública Mobiliária Federal, deverão ser depositadas no Fundo Nacional de Desestatização (FND) cinco dias, após este Decreto ou da data em que vierem a ser incorporadas, adquiridas ou transferidas para a União.



Assinado eletronicamente pelo(a) Dep. Otto Alencar Filho
Para verificar a assinatura, acesse <https://infoleg-autenticidade-assinatura.camara.leg.br/CD215006830600>



Caberá ao BNDES, na qualidade de gestor do Fundo Nacional de Desestatização, realizar a comunicação aos depositantes acompanhada de nota técnica que justifique a exclusão da participação societária minoritária e prestar assessoria quanto aos procedimentos necessários à retirada das ações do Fundo.

Os principais argumentos do PDL é que, *“em que pese não se tratar de privatização de estatais (empresas públicas e sociedades de economia mista), o investimento público de capitais, mesmo minoritário, na atividade econômica em sentido estrito, também visa o interesse público”, refletindo “sempre uma política de incentivo maior ou menor a determinada setor”.*

Além desta Comissão, esta proposição foi distribuída às Comissões de Finanças e Tributação e Constituição e Justiça e de Cidadania, estando sujeita à apreciação do plenário em regime de tramitação ordinária.

Não houve emendas.

É o relatório.

II - VOTO DO RELATOR

Há várias motivações para o governo federal ter estatais e/ou participações em empresas privadas. A principal razão da literatura para a existência de empresas estatais, o que motivou uma onda de estatizações no mundo, se baseia na teoria do interesse público: em setores considerados estratégicos seria melhor ter uma empresa estatal com o objetivo de maximizar o interesse público do que empresas privadas maximizando o lucro. Presumir-se-ia que o objetivo “interesse público” não seria conciliável com o objetivo “lucro”.

A teoria do interesse público, no entanto, foi sendo crescentemente questionada ao longo do tempo.

Uma das principais contestações ao uso da ideia de “interesse público” para justificar estatais é o problema de agente/principal. Esta questão é uma



característica geral das empresas modernas não geridas (parcial ou completamente) pelos seus acionistas. Há um problema de *moral hazard* entre o acionista principal, que deseja o maior esforço do gestor para gerar o maior lucro possível, e o deste mesmo gestor, que pode ter vários outros objetivos, como mais lazer, mais publicidade (para ele próprio), etc.

Na verdade, pode ocorrer na relação entre o proprietário e todos os seus contratados, gestores ou não. O problema será tão maior quanto mais distante da administração estiverem os proprietários principais.

Nesse contexto, o problema de agente/principal tende a ser mais significativo nas empresas estatais em virtude da enorme distância dos “principais” da sociedade com os agentes relativamente às empresas privadas.

De fato, enquanto nas empresas privadas os principais são um conjunto de acionistas, nas estatais os principais são representados por toda a sociedade. O problema de ação coletiva (*free-riding*) é naturalmente muito mais severo no “grupo da sociedade” do que grupo (menor) dos acionistas.

Na empresa privada há um conjunto de principais de um lado, representado pelos acionistas, e os agentes, representado pelos gestores da empresa, de outro. Já na empresa estatal, há dois níveis de “principais”, o ministério ao qual a empresa estatal está ligada e os “proprietários finais”, que são os cidadãos comuns. Naturalmente a função objetivo do principal “ministério” ou “governo” nem sempre está em sintonia com a função objetivo do principal “sociedade”. Naturalmente, o agente “gestor da estatal” será mais responsivo ao “principal intermediário” “governo”, que não obrigatoriamente (ou quase sempre) é o mesmo da sociedade. Também podemos pensar no ministério ou políticos como “agentes” intermediários da sociedade frente aos “agentes” finais, representados pelos gestores da empresa estatal. Haveria, portanto, diversas camadas de agentes/principais na gestão da empresa estatal. O ponto principal é que isto torna os problemas de agente/principal muito mais complexos em empresas estatais do que em empresas privadas.



Para Aharoni (1982)¹, o problema é tão agudo que as estatais seriam como agentes sem principais bem definidos, o que dificultaria medir o desempenho da empresa: *“O principal (a população) seria representado por uma coalizão frouxa de agentes: o ministro da pasta a que está ligada a estatal, o Tesouro, os funcionários públicos, outros ministros, e o parlamento. Suas decisões são influenciadas por todo o tipo de grupos de interesse -consumidores, sindicatos, e outros- todos alegando algum direito de participar no processo de formulação dos objetivos da empresa ... A falta de acordo sobre objetivos parece estar na raiz de muitas das dificuldades indicadas nos estudos sobre empresas estatais ... O problema de definir objetivos para as estatais permanece em grande medida não resolvido”*.

Musacchio e Lazzarini (2014)² destacam a ignorância dos próprios gestores sobre quem seria, afinal, o principal: *“Muitas atividades do setor público envolvem vários principais dispersos em várias áreas. Ao mesmo tempo, os próprios gestores de estatais podem não saber quem é o principal mais importante e a quem devem prestar contas. Seria o governo, um ministro, uma holding estatal ou a população em geral? Não raro, os empregados das estatais sentem que esses próprios são o principal”*.

Aharoni (1982) aponta ainda que: *“Em geral, a experiência mostra que quanto maior a firma, mais independente ela é do governo”*. Ou seja, o problema de agente/principal das grandes *holdings* como a Eletrobrás ou Petrobras tende a ser pior do que para estatais menores.

Em síntese, a propriedade extremamente difusa da empresa estatal (sociedade como um todo) comparada à sociedade anônima ou outros arranjos societários privados tende a aprofundar significativamente os problemas de agente/principal entre “acionistas” e gestores. Na verdade, o mais importante “principal” a ser considerado pelos gestores tende a ser um agente político que conta com uma assimetria de informação gigantesca comparativamente ao resto da população em relação à operação da estatal.

1 Aharoni, Y. “State-Owned Enterprise: An Agent without a Principal”. In: Jones, L. P. (Ed.). Public Enterprises in Less Developed Countries. Cambridge University Press, 1982. Cap. 4.

2 Musacchio, A. e Lazzarini, S. Reinventando o Capitalismo de Estado. Schwarcz, 2014.

Assinado eletronicamente pelo(a) Dep. Otto Alencar Filho

Para verificar a assinatura, acesse <https://infoleg-autenticidade-assinatura.camara.leg.br/CD215006830600>



Este problema mais agudo de agente/principal das empresas estatais as torna mais propensas à captura por organizações de interesses especiais, o que inclui os sindicatos dos próprios trabalhadores da empresa e os partidos políticos. O exemplo recente da Petrobrás é bastante eloquente quanto a isso. Será que tal empresa teria aceitado ser roubada por tanto tempo da forma que foi se fosse privada?

No caso da Petrobrás, estes agentes (ou principais) intermediários foram chave para entender todo o processo de captura da empresa pelos grupos de interesse, empreiteiros em geral, e dos esquemas de propina envolvidos no Petrolão.

O problema de agente/principal ensejou a discussão e promulgação de uma lei de responsabilidade em empresas estatais ([Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016](#)) no Brasil. Isto pode mitigar, mas dificilmente resolverá o problema.

Enfim, a teoria do interesse público tinha como premissa que os gestores das estatais sempre trabalhariam em prol deste interesse público, seja lá como se define este último. E esta dificuldade de definição do interesse público faz recair em outro problema: a falta de clareza de objetivos das empresas estatais.

De fato, os objetivos tendem a ser mais claros na empresa privada do que na empresa estatal. Na empresa privada o objetivo é uma variável quantificável muito concreta que é o lucro. Na empresa estatal o objetivo do que se entende por “bem-estar social” tende a ser muito mais difuso e subjetivo.

De fato, as empresas estatais apresentam muitos objetivos não econômicos como a universalização do serviço, o que inclui a exploração em áreas não lucrativas, mas com alegado impacto social (ou político). O fato é que a existência de múltiplos objetivos com pouca clareza torna difícil mensurar resultados, obscurecendo a eficácia e eficiência da empresa.



Mas afinal, qual é o objetivo da empresa estatal? O Banco Mundial (1995)³ afirma que: *“Os burocratas tipicamente operam mal os negócios, não porque sejam incompetentes (eles não o são), mas porque se deparam com objetivos contraditórios e incentivos perversos que podem desestimular e desencorajar mesmo os mais capacitados e dedicados funcionários públicos”*. Ou seja, a falta de clareza nos objetivos constitui forte comprometedor dos incentivos dos gestores.

Pinheiro (1996)⁴, avaliando os efeitos microeconômicos da privatização no Brasil, também destaca a dupla face das empresas estatais com objetivos comerciais de um lado e de política pública de outro: *“Esta dupla face tem um impacto negativo sobre a eficiência econômica pois: i) os gerentes das empresas estatais nem sempre têm clareza dos objetivos do acionista controlador, o setor público, o que dificulta a tomada de decisões e a alocação de recursos; ii) os objetivos sociais são usualmente alcançados com o sacrifício dos objetivos comerciais e da rentabilidade da empresa. Esta situação contrasta com a existente no setor privado, onde as empresas e sua direção são orientadas pelo objetivo maior do lucro”*.

Cave (1990)⁵, discutindo a experiência de privatização britânica, nega que o bem estar social (seja lá o que isto significa) seria o objetivo principal das estatais. Segundo o autor, *“empresas estatais maximizam o seu suporte político”* e não o bem estar social, o que é corroborado pela evidência empírica de Shleifer e Vishny (1994)⁶.

Niskanen (1975), citado por Sidak e Sappington (2003a)⁷, destaca que os gerentes das empresas estatais usualmente seriam avaliados não pelos lucros, mas pelo crescimento puro e simples da empresa que eles chefiavam.

3 Banco Mundial. “Bureaucrats in Business: The Economics and Politics of Government Ownership”. Policy Research Report n. 15037, 1995.

4 Pinheiro, A. “Impactos Microeconômicos da Privatização no Brasil”. Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 26, n. 3, dez. 1996.

5 Cave, R. “Lessons from Privatization in Britain: State Enterprise Behavior, Public Choice, and Corporate Governance”. Journal of Economic Behavior and Organization n. 13, 1990.

6 Shleifer, A. e Vishny, R. “Politicians and Firms”. The Quarterly Journal of Economics, nov. 1994.

7 Sappington, D. E. M. e Sidak, J. G. “Are public enterprises the only credible predators?”. University of Chicago Law Review n. 67, 2000.

Assinado eletronicamente pelo(a) Dep. Otto Alencar Filho

Para verificar a assinatura, acesse <https://infoleg-autenticidade-assinatura.camara.leg.br/CD215006830600>



Assim, a função objetivo do agente seria primordialmente maximizar o tamanho das operações da empresa, independente de se os projetos geram retorno ou não. Não é nada claro que uma empresa ser grande é sempre positivo para o bem estar social.

Mas a diferença entre empresas estatais e privadas é, mais do que nunca, a questão de incentivos. A empresa estatal tem o que se chama de *soft budget*, ou seja, o governo tende a resgatá-la quando tem problemas financeiros, gerando um genuíno problema de *moral hazard*. Isso significa que o acionista “governo”, sem objetivo de lucro, tende a ser mais tolerante que o privado aos prejuízos gerados por má gestão. Nesse caso, o “acionista governo” tende a responder à situação aportando novos recursos para resgatar a empresa com problemas, o chamado *bailing-out*.

Ou seja, quando a estatal quebra, normalmente não vai à falência, tornando este tipo de empresa relativamente mais inclinada a entrar em investimentos e ações mais arriscados do que a privada. Afinal, se o acionista majoritário é relativamente mais tolerante com os prejuízos do que a empresa privada, por que os dirigentes da estatal deverão se esforçar para serem mais cuidadosos?

A privatização transforma os incentivos gerenciais. Os gestores privados seriam mais “disciplinados” pelo mercado de capitais ao sofrerem maior ameaça de *take-overs* hostis de outras empresas mais eficientes. Se tais gestores forem ineficientes no setor privado, outros investidores podem acabar comprando ações que impliquem transferência ou nova dinâmica do controle da empresa de modo a equacionar as ineficiências. Provavelmente na transformação da empresa de ineficiente para eficiente, a mudança dos gestores será um ingrediente fundamental. Na estatal este processo é inibido, pois a empresa deve permanecer com controle do governo, que tem uma lógica política e não econômica de indicação dos gestores.

O gestor da estatal tende a perder o emprego mais porque não beneficiou o fornecedor da preferência de algum agente político do que pelo fato de ser incompetente da perspectiva da eficiência empresarial.



Relacionado a isso está o fato de que a função objetivo da empresa estatal é uma variável menos objetiva que o lucro (que é um número), objetivo por excelência da empresa privada. Esta maior subjetividade da função objetivo da estatal torna mais difícil avaliar a competência do gestor relativamente a uma empresa privada.

Reconhece-se, de outro lado, que há *bail-outs* também de empresas privadas pelo governo, como foi o muito citado caso da General Motors à época da crise de 2008/9 nos EUA. A frequência deste tipo de evento, no entanto, é bem menor do que em estatais.

Estes *bail outs* (resgate) de empresas privadas, na verdade, são uma das razões pelos quais governos têm participações minoritárias em empresas. Nesse caso, não há nada estratégico em possuí-las, podendo ter havido estratégia econômica, ou apenas política, quando ocorreu o *bail-out*. O ideal é vendê-las o mais rápido possível, desde que as condições de mercado permitam um negócio financeiramente atrativo para a União. O que implica vender tais participações quando a empresa já tiver se recuperado minimamente.

Outra possibilidade é quando o governo vende a parcela majoritária da empresa, mas fica com uma parte minoritária inferior a 50%. Muitas vezes a ideia é que, após a privatização, espera-se aumento da eficiência e rentabilidade da empresa, o que deve gerar aumento do valor das ações. Incremento superior ao que já ocorre normalmente já no anúncio da privatização. O governo pode capturar, portanto, parte dos ganhos de produtividade esperados resultantes da alienação da empresa, vendendo esta parte minoritária após a privatização da parcela majoritária.

E quando a empresa tem “valor estratégico” para o governo? Há várias possibilidades do que se considera como “estratégico”. Mas há dois pontos importantes aqui. Independente do que é ou não considerado estratégico, uma forma de incorporar esta questão é regulando a empresa ou mesmo todo o setor em que está a empresa. Isso não foi diferente com a Telebras, com as distribuidoras do setor elétrico, com a venda de gasodutos da Petrobras e



muitos outros. Se há questões estratégicas com a empresa, a melhor forma de endereça-las é regulando a empresa. O governo introduz obrigações de comando e controle ou incentivos para fazer com que a empresa faça o que ele deseja que ela faça consistente ao objetivo estratégico, inclusive definindo obrigações de investimentos, qualidade de serviço, dentre outros. Toda a questão relevante de interesse público sobre a empresa pode e deve estar contemplada na regulação e não na propriedade de algumas ações da empresa.

A regulação permite separar as funções de governo das funções empresariais. O governo pode ser bom regulador, não bom empresário. E será melhor regulador quanto mais separado estiver da empresa privada. Caso contrário, é possível ter conflito: um agente (o governo) regula o comportamento de uma empresa que é dele mesmo. A missão do governo é “navegar” e não “remar”. Quando tenta fazer as duas coisas, faz errado.

Segundo, se mesmo assim o governo acha que há considerações estratégicas que só podem ser implementadas com a participação do governo há ainda o recurso às chamadas ações de classe especial ou “golden shares”, que foram utilizadas no Brasil. A alínea “d” do inciso II do art. 6º da **LEI Nº 9.491, DE 9 DE SETEMBRO DE 1997** prevê que compete ao Conselho Nacional de Desestatização aprovar as ações de classe especial.

Previu-se a emissão de ações de classe especial em três empresas privatizadas no país: (i) Companhia Eletromecânica Celma, (ii) Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. - Embraer, e (iii) Companhia Vale do Rio Doce.

No caso da Embraer, a “Golden share”, a ser detida exclusivamente pela União, dava a esta poder de veto nas seguintes matérias: I - mudança do objeto social; II - alteração e/ou aplicação da logomarca da empresa; III - criação e alteração de programas militares que envolvam - ou não - a República Federativa do Brasil; IV - capacitação de terceiros em tecnologia para programas militares; V - interrupção do fornecimento de peças de manutenção e reposição de aeronaves militares; VI - transferência do controle acionário; VII - quaisquer modificações no estatuto social que alterem os arts. 9



e 15 e seus parágrafos, ou quaisquer vantagens, preferências ou direitos atribuídos à "golden share". Note-se que havia preocupação estratégica evidente com questões militares. No caso recente da quase operação de compra da Embraer pela Boeing, o Estado manteve sempre o poder de veto.

O ponto relevante é que o decreto ressalva explicitamente Golden shares. Ou seja, em qualquer empresa que haja este tipo de ação, detida exclusivamente pelo governo, esta não poderá ser alienada, não havendo qualquer risco daquele instrumento comprometer a questão de interesse público ou de valor estratégico.

A Justificativa do Decreto (constante da EMI nº 00043/2020 ME SEGOV) esclarece um pouco melhor o alvo da medida.

Segundo aquela “uma característica comum dessas participações minoritárias é que, em geral, tratam-se de montantes muito pouco significativos, tanto em termos de valores quanto de percentual de participação no capital (0,5% ou ainda menos), sendo os gastos de sua gestão e acompanhamento por vezes superiores ao seu valor e, portanto, de difícil justificativa”.

Sendo assim, o Decreto representaria uma “racionalização operacional”, que recomendaria uma autorização comum, sem discriminação de quantidades e tipos de ações, evitando que os gastos de gestão acabem superando as receitas com a alienação.

Argumentam ainda que dada a “*dinâmica do mercado de capitais pode ocorrer atos societários no âmbito das empresas que alterem as especificações expressamente autorizadas (grupamentos, desmembramentos, alteração de tipo preferencial para ordinário, etc), podendo invalidar as autorizações e demandar novo custoso decreto autorizativo específico*”. Assim, “*as quantidades exatas devem ser apuradas caso a caso quando das transferências e respectivos depósitos no Fundo Nacional de Desestatização (FND)*”.



Além dessa questão da mudança de especificações, há uma motivação ainda mais simples para tal flexibilização operacional: Com o objetivo de vender por um preço que seja vantajoso para a União, não se pode aguardar todo um procedimento burocrático até se dizer que “pode vender”. O momento adequado do mercado pode não se repetir tão cedo e se perde o bonde. É fundamental que o gestor possa ter a discricionariedade para uma alienação rápida que aproveite uma situação minimamente apropriada do preço da ação. Nada diferente da agilidade que tem uma corretora para a venda das ações de um cliente que considera o momento propício para a alienação. Tirar esta agilidade da mão do Estado apenas serve para comprometer o erário.

Tendo em vista o exposto, somos pela **REJEIÇÃO** do PDL 340 de 2020 que "Susta os efeitos do Decreto nº 10.432, de 20 de julho de 2020".

Sala da Comissão, em de de 2021.

Deputado OTTO ALENCAR FILHO
Relator

