República Federativa do Brasil

Ministério das Comunicações

DIRETRIZES GERAIS PARA A ABERTURA DO MERCADO DE TELECOMUNICAÇÕES

VOLUME III - DOCUMENTOS DE SUPORTE

BRASÍLIA

República Federativa do Brasil

Ministério das Comunicações

Diretrizes Gerais para a Abertura do Mercado de Telecomunicações

Brasília

Diretrizes Gerais para a Abertura do Mercado de Telecomunicações

Sumário Geral

Volume I
Diretrizes Gerais

Volume II
Documentos de Suporte:
McKinsey & Company

Volume III
Documentos de Suporte:
Lehman Brothers/
Dresdner Kleinwort Benson

Volume IV
Documentos de Suporte:
Sundfeld Advogados

Diretrizes Gerais para a Abertura do Mercado de Telecomunicações

Volume III
Documentos de Suporte

Lehman Brothers e
Dresdner Kleinwort Benson

Índice do Volume III

Lehman Brothers e Dresdner Kleinwort Benson

Introdução

I- Reestruturação e privatização da TELEBRÁS - Sumário Executivo

1- Introdução
2- Principais conclusões
3- Recomendações

II- Avaliação dos objetivos governamentais para a privatização

1- Os objetivos do Governo
2- Análise dos objetivos do Governo

III- Análise do setor brasileiro de telecomunicações

1- Visão geral
2- O Sistema TELEBRÁS

IV - Desenvolvimento de estratégias para alcançar os objetivos de Governo

1- Transformação da indústria de telecomunicacões através da entrada de parceiros privados no setor
2- Identificacão de potenciais parcerias estratégicas
3-Desafios para atrair parceiros estratégicos

V- Seleção de estratégias de liberalização e reestruturação

1- Visão geral
2- Premissas e estrutura analítica
3- Estratégias de reestruturação
4- Estratégias de liberalização
5- Reestruturação e liberalização da telefonia básica
6- Serviços de telefonia de longa distância
7- Serviços de telefonia móvel

VI - Seleção de uma estrutura legal para a privatização

1- Visão geral
2- Restrições legais
3- Efeitos no mercado
4- Considerações de tempo

VII- Seleção de um método de venda para a privatização

1- Visão geral
2- Parcerias estratégicas
3- Ofertas públicas
4- Mecanismos alternativos e combinados

VIII- Modelos de privatização

1- Introdução
2- Modelo de privatização I: regional
3- Modelo de privatização II: nacional

Anexos

Anexo A - Análise das empresas regionais
Anexo B - Análise da TELEBRÁS e do setor brasileiro de telecomunicações
Anexo C - Visão geral de metodologias de avaliação
Anexo D - Parceria estratégica
Anexo E - Oferta pública global de ações
Anexo F - Análise de precedentes da privatização
Anexo G - Análises suplementares

Introdução

A Lehman Brothers Inc. ("Lehman Brothers") e a Dresdner Kleinwort Benson Limited ("Kleinwort Benson") têm o prazer de apresentar ao Ministério das Comunicações do Governo da República Federativa do Brasil ("Minicom" ou "o Ministério") este relatório conjunto sobre a Privatização e a Reestruturação das Telecomunicações Brasileiras ("TELEBRÁS" ou "a Empresa"). Esse trabalho tem sido uma das principais prioridades da Lehman Brothers e da Dresdner Kleinwort Benson (conjuntamente denominadas "Consultores Financeiros"), que estão comprometidas com o sucesso futuro do processo de reestruturação e privatização.

Os Consultores Financeiros foram convidadas pelo Ministério para prestar serviços de consultoria para a reestruturação e privatização do Sistema TELEBRÁS, tendo sido contratados, conjuntamente, pelo Ministério e pela União Internacional de Telecomunicações ("UIT") em julho de 1996 para essa finalidade.

Como estabelecido na proposta aceita pela UIT, os objetivos do trabalho de consultoria foram os seguintes:

- Fornecer ao Ministério uma visão precisa do mercado e as possibilidades de atração de uma grande variedade de investidores para o processo de privatização do Sistema TELEBRÁS;

- Analisar as estratégias financeiras possíveis para a reestruturação e privatização;

- Demonstrar as lições aprendidas nas reestruturações e privatizações precedentes;

- Avaliar as implicações financeiras e de execução dos modelos alternativos de reestruturação e privatização para o setor de telecomunicações no Brasil; e

- Operar em conjunto com uma empresa de consultoria gerencial e uma assessoria jurídica para desenvolver e avaliar estruturas alternativas para a proposta Lei Geral de Telecomunicações.

Este trabalho teve início em julho de 1996 e prosseguiu até a semana de 11 de novembro do mesmo ano. A análise e avaliação exigidas foram feitas nesse período, tendo os Consultores Financeiros apresentado, periodicamente, o resultado de suas pesquisas em reuniões, formais e informais, com o Ministro, o Secretário Executivo, o Comitê Gestor e com a Comissão Técnica de Privatização do Ministério. Este Relatório é uma compilação do resultado das pesquisas e recomendações, e tem a finalidade de orientar o processo de reestruturação e privatização em andamento.

Reestruturação e privatização da TELEBRÁS

Sumário Executivo

1. Introdução

A reestruturação e privatização das empresas do Sistema TELEBRÁS é etapa crucial no processo de reforma do setor de telecomunicações brasileiro. Esta etapa deve ser conduzida de modo coerente com os objetivos do Governo, de fortalecimento do papel regulador do Estado e criação de um ambiente competitivo e atraente ao investimento privado, como forma de ampliar a disponibilidade e qualidade dos serviços prestados à população.

Para elaborar o balizamento técnico, legal e econômico do Projeto de Lei que trata da reestruturação e privatização do Sistema TELEBRÁS, o Ministério das Comunicações instituiu um Grupo de Trabalho com a tarefa de analisar, em profundidade, a experiência internacional, as alternativas existentes e recomendar as opções mais adequadas aos objetivos do Governo

O Grupo de Trabalho contou com a assessoria financeira dos bancos Lehman Brothers e Dresdner Kleinwort Benson e com a assessoria jurídica do escritório Motta, Fernandes Rocha & Associados Advogados. Coube aos assessores financeiros elaborar o relatório dos trabalhos sobre a reestruturação e privatização da TELEBRÁS, do qual o presente sumário reúne a síntese das principais conclusões e recomendações apresentadas.

2. Principais conclusões

O programa de privatização do setor de telecomunicações no Brasil será de magnitude sem precedente nos mercados emergentes. Além disso, estima-se que o setor necessite de investimentos da ordem de R$ 75 bilhões entre 1995 e 2003, o que representa aportes anuais de capital em um montante de aproximadamente 1% do PIB brasileiro. Devido à limitação de capital nacional para o financiamento desses investimentos, observa-se que um fator fundamental para o sucesso de qualquer estratégia de privatização será a atração de parceiros estratégicos com conhecimento operacional e tecnológico de alta qualidade, capazes de promover substanciais investimentos de capital de longo prazo, atrair capital de investidores institucionais nacionais e estrangeiros e reestruturar as operações atuais, de modo a viabilizar a ampliação da disponibilidade e qualidade dos serviços.

Cabe ressaltar que, tal como indicado no *Capítulo IV* a seguir, os potenciais investidores terão aproximadamente quinze outras oportunidades equivalentes de investimento no setor de telecomunicações de outros mercados emergentes nos próximos 2 ou 3 anos, além das naturais oportunidades abertas pela liberalização e reestruturação dos mercados dos países desenvolvidos. O grande desafio para o Brasil será criar as condições apropriadas para atrair esses investidores externos e, em especial, investidores estratégicos de alta qualidade.

O Grupo de Trabalho analisou diversas alternativas de reestruturação e privatização do Sistema TELEBRÁS visando identificar a modelagem de venda mais adequada aos objetivos do Governo. Inicialmente, estudou-se cuidadosamente as características específicas do Sistema TELEBRÁS e os precedentes de privatização no setor de telecomunicações a nível mundial. Com base nessa análise, o trabalho foi enfocado nos aspectos relacionados à modelagem da estratégia de privatização, ao reagrupamento das empresas do Sistema e ao detalhamento das metodologias de venda. As conclusões mais importantes estão destacadas a seguir.

2.1. O Sistema TELEBRÁS

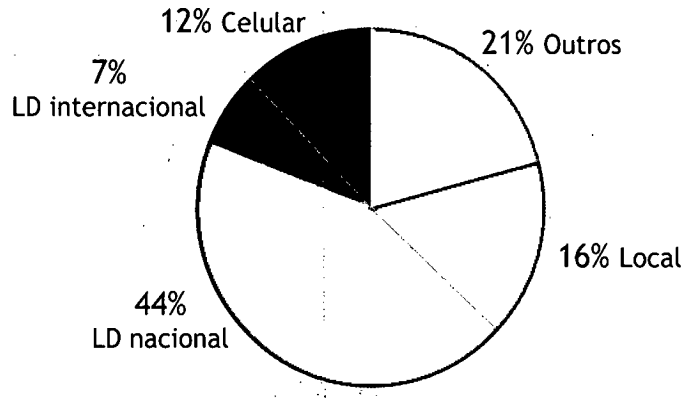
Análise detalhada do Sistema TELEBRÁS pode ser observada no *Capítulo III* e no *Anexo B* a seguir. As principais características observadas a partir dessa análise estão descritas abaixo:

■ Os serviços públicos de telecomunicações no Brasil são explorados pelo Sistema TELEBRÁS, composto por uma empresa *holding* (TELEBRÁS), por uma empresa operadora de troncos interestaduais e internacionais que explora também serviços de comunicações de dados e telex (EMBRATEL) e por vinte e sete subsidiárias (sendo vinte e cinco "Teles" de âmbito estadual e duas de âmbito regional) que operam serviços de telefonia fixa e celular (Banda A) em nível local e intraestadual.

■ O Sistema TELEBRÁS é responsável por cerca de 90% da rede de telecomunicações no país, atendendo a uma área onde vivem mais de 90% da população brasileira. Estima-se que no final de 1996 a TELEBRÁS possuirá cerca de 13,7 milhões de linhas de telefonia fixa e 3,1 milhões de linhas de telefonia móvel em serviço, indicando taxas de penetração de 9,2% e 2,1%, respectivamente.

■ O tráfego de longa distância e internacional respondeu por mais da metade das receitas da TELEBRÁS em 1995, enquanto que as receitas de tráfego local e celular corresponderam, respectivamente, a 16% e 12%.

Composição da receita da TELEBRÁS



As empresas do Sistema TELEBRÁS participam de forma marcante dos mercados de capitais brasileiro e internacional. Dez empresas do Sistema possuem capital aberto com ações negociadas em bolsa no Brasil: TELEBRÁS, CTBC, Telebahia, Telebrasília, Telemig, Telerj, Telepar, Telesp, CTMR e Telest. As ações da TELEBRÁS isoladamente são responsáveis, em média, por cerca de 65% dos negócios diários da Bolsa de Valores de São Paulo. A TELEBRÁS também possui participação expressiva na Bolsa de Valores de Nova York. Em agosto de 1996, os ADR da empresa estavam em sétimo lugar no *ranking* das ações mais negociadas naquele mercado, com volume acumulado no ano superior a US$ 19,3 bilhões.

A União Federal é o acionista majoritário da TELEBRÁS, controlando pouco mais de 50% de suas ações ordinárias. No que se refere ao capital total, a participação da União está limitada a cerca de 22%, sendo que outros 40% são detidos por investidores estrangeiros. É importante notar que a maior parte das ações da empresa está pulverizada entre 4,3 milhões de acionistas. No que se refere às subsidiárias, a TELEBRÁS controla entre 75% e 99% do capital ordinário das empresas.

O quadro a seguir oferece uma visão geral das principais características das empresas que compõem o Sistema TELEBRÁS, confirmando a forte diversidade entre elas. A Telesp, atuando no Estado de São Paulo, apresenta a maior receita dentre as subsidiárias (US$ 2.675 milhões em 1995) e uma taxa de penetração de 14,0%, medida em termos de linhas de telefonia fixa em serviço, bastante superior à média da TELEBRÁS em 1995, de 8,4%. Por outro lado, nota-se que a Telaima foi a empresa a apresentar o menor montante de receita em 1995, cerca de US$ 11,9 milhões. A Telebrasília, por sua vez, apresentou o maior índice de penetração do Sistema, cerca de 18,3 linhas fixas por 100 habitantes. Já a Telma registrou a menor taxa de penetração dentre as subsidiárias da TELEBRÁS, com apenas 2,4 linhas fixas em serviço para cada 100 habitantes. A margem operacional das empresas também apresenta fortes variações no intervalo de 32% (Telerj) a 83% (Telemat). Cabe notar que a Telesp, Telerj, Telemig, Telepar, Telebahia e Telebrasília, em conjunto, respondem por mais de 75% do valor de mercado da TELEBRÁS (cerca de R$ 22 bilhões para 100% do capital da empresa).

1995	Nº de linhas (fixo e móvel)	Penetração (fixo)	Penetração (móvel)	Receita líquida (US$ mil)	Margem EBITDA* (%)	Empregados/ 1000 linhas instaladas	Ativos líquidos (US$ mil)
Teleron	65.392	4,43	0,37	45.053	39,3	6,10	149.137
Teleacre	30.086	6,15	0,40	14.007	45,9	5,93	45.992
Telamazon	145.911	5,47	0,75	87.282	57,4	5,58	218.804
Telaima	22.893	7,38	1,18	11.909	33,4	6,60	23.258
Telepara	216.619	3,36	0,44	140.018	48,0	6,48	320.504
Teleamapá	29.785	7,90	1,11	15.991	50,5	3,79	44.993
Telepar	807.925	9,05	0,65	539.933	49,9	5,54	1.514.858
Telesc	467.878	8,32	1,29	320.046	55,7	4,36	815.037
CTMR	67.916	17,43	2,88	26.527	45,3	4,86	68.061
Telma	153.027	2,40	0,57	90.470	58,0	5,04	235.406
Telepisa	110.712	3,56	0,38	50.788	54,8	5,02	154.590
Teleceará	373.755	4,58	0,95	204.679	55,0	5,07	504.639
Telern	123.092	4,14	0,59	74.271	55,8	6,27	196.868
Telpa	157.055	4,21	0,47	88.340	49,7	6,50	190.727
Telpe	281.562	3,64	0,21	211.326	56,4	6,20	531.032
Telasa	115.019	3,40	0,85	72.683	53,3	6,24	170.451
Telergipe	82.558	4,41	0,70	47.208	57,1	6,16	113.353
Telebahia	636.796	4,24	0,76	408.617	61,8	5,41	1.096.234
Telemig	1.252.754	7,84	0,60	763.015	53,2	5,67	1.607.112
Telest	249.337	7,79	1,01	160.902	49,7	5,75	349.773
Telerj	1.719.058	11,85	0,88	973.952	34,2	7,15	2.547.297
Telesp	4.576.487	14,01	1,43	2.675.058	56,2	4,65	8.808.406
CTBC	385.793	11,99	-	202.392	44,1	4,89	707.564
Telegoiás	392.237	7,55	1,20	230.848	62,4	4,08	708.066
Telemat	150.146	5,90	0,50	97.158	83,3	4,65	369.246
Telems	172.926	8,48	0,44	109.676	59,8	5,03	282.200
Telebrasília	581.386	18,26	3,17	269.472	59,9	4,04	811.339
Embratel	-	-	-	1.590.139	54,7	-	5.201.596
Sistema Telebrás**	**13.368.105**	**8,36**	**0,89**	**9.521.759**	**53,0**	**5,29**	**27.786.542**

Fonte: TELEBRÁS e demonstrativos financeiros das subsidiárias

** EBITDA: Earnings Before Interests, Taxes Deppreciations and Amortizations (lucro antes das despesas financeiras, impostos, depreciação e amortização)*

*** Soma dos valores de cada subsidiária*

■ As empresas do Sistema TELEBRÁS operam atualmente sob o regime de monopólio, porém o Governo já iniciou o processo de licitação para concessões de Banda B de telefonia celular, que deve ser concluído no primeiro trimestre de 1997.

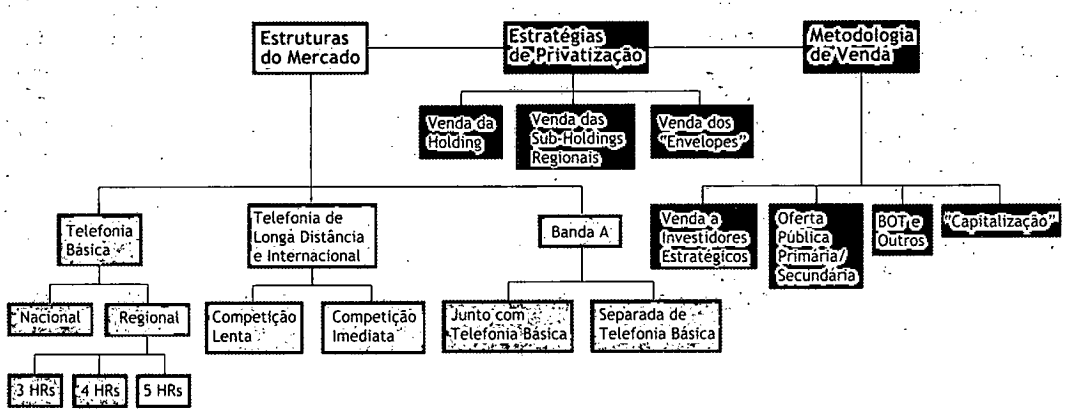
■ A estrutura tarifária do setor de telecomunicações brasileiro apresenta grandes distorções associadas ao período de alta inflação vivenciado até junho de 1994. De modo geral, tarifas locais são subsidiadas por tarifas de longa distância e internacional. Em 27 de novembro de 1995, o Governo iniciou um amplo processo de rebalanceamento de tarifas elevando substancialmente algumas tarifas locais (por exemplo, a assinatura residencial foi elevada em cerca de 513%). Esses aumentos de tarifas, associados ao crescimento no volume de tráfego, foram os principais responsáveis pela forte recuperação no lucro da TELEBRÁS em 1996. A empresa apresentou lucro acumulado até setembro de 96 de cerca de R$ 2,4 bilhões, 204% superior aos resultados registrados no mesmo período de 1995.

■ Apesar dos esforços realizados e dos resultados positivos obtidos em 1996, o Sistema TELEBRÁS não tem se mostrado capaz de atender à forte demanda por ampliação na rede e melhoria na qualidade dos serviços de telecomunicações. É importante observar que, apesar de operar na maior economia da América

Latina e cobrir a quinta maior população do mundo, a TELEBRÁS ocupa apenas o 13º lugar em termos de número de linhas a nível mundial, ficando atrás de países como México, Argentina, Venezuela e Chile. Além disso, o Brasil também possui as menores taxas de penetração e fluxo de tráfego internacional per capita da América Latina.

2.2. Lições obtidas a partir da experiência internacional

Como pode ser observado no quadro abaixo, procurou-se abordar de forma integrada as alternativas disponíveis para estruturação do mercado, estratégias de privatização e métodos de venda:



As principais conclusões obtidas a partir da análise da experiência internacional aplicada ao caso da TELEBRÁS estão destacadas a seguir. Análise detalhada da experiência internacional pode ser observada no *Capítulo V* e no *Anexo F*.

2.2.1. Estruturas de mercado

■ A análise de precedentes internacionais em operações similares indica que são requisitos fundamentais para a atração de investidores estratégicos de alta qualidade: (i) garantia de um aparato regulatório consistente, independente, estável e transparente, com tratamento uniforme para competidores e contratos de concessão sólidos, (ii) estrutura tarifária que possibilite o financiamento dos investimentos, com definição clara dos contratos de interconexão e tratamento justo para a exigência de serviço universal, (iii) política de competição clara no sentido de restrições, novas oportunidades de negócios e cronograma para o fim da proteção e (iv) negócio atraente, com controle operacional e de gestão factíveis, metas alcançáveis e possibilidade de identificação de sinergias e reduções de custos.

■ As experiências de privatização dos serviços de telefonia fixa local, com exclusão dos serviços de telefonia móvel, são extremamente limitadas, uma vez que os serviços de telefonia fixa de forma isolada são geralmente percebidos pela maioria dos operadores como menos atraentes e sujeitos a alto risco tecnológico. Investidores no setor de telecomunicações requerem elevadas taxas de crescimento, normalmente associadas aos serviços de telefonia móvel, em mercados onde existe grande demanda reprimida.

■ A atratividade econômica dos serviços de telefonia de longa distância e internacional é extremamente sensível à intensidade da competição, o que levou diversos países a optar pela manutenção temporária de proteção, além de permitir que operadores de longa distância e internacional atuem em outros segmentos do mercado de telecomunicações.

2.2.2. Estratégias de privatização

■ A adoção da estratégia de venda centralizada (isto é, venda da *holding* nacional no caso da TELEBRÁS) pode inibir o interesse de parceiros estratégicos de alta qualidade em virtude do elevado valor de venda do bloco de controle da empresa. Cabe ressaltar que o valor de desembolso pode ainda ser substancialmente ampliado se o comprador for obrigado a fazer oferta pública a todos minoritários detentores de ações ordinárias.

■ A existência de um número limitado de investidores estratégicos de alta qualidade e efetivamente comprometidos a investir substanciais volumes de recursos no setor de telecomunicações brasileiro deve ser o fator determinante na decisão de reagrupar o Sistema TELEBRÁS em um pequeno número de empresas regionais.

■ Embora existam diversas alternativas de implementação da estratégia de privatização do Sistema TELEBRÁS via reagrupamento e venda de empresas regionais, todas deverão enfrentar obstáculos legais relativos a direito de recesso, oferta pública, exigência de avaliação dos negócios e obrigações para com credores e detentores de ADR, além do tratamento especial a credores no caso de redução de capital.

2.2.3. Métodos de venda

■ Os principais métodos de venda adotados em privatizações no setor de telecomunicações que podem ser adotados no caso da TELEBRÁS são (i) venda a parceiro estratégico e (ii) oferta pública de ações. A primeira opção traduz-se na transferência do bloco de controle do Governo para parceiro estratégico. Na segunda, o Governo vende suas ações por intermédio de um lançamento no mercado de capitais nacional e internacional. Nestes dois casos, pode-se ainda efetuar a transferência de controle via aumento de

capital da empresa, diluindo a participação do Governo. Este processo, conhecido como Capitalização, permite que os recursos utilizados na compra das ações possam ser reinvestidos na empresa. Um terceiro método, menos comum, mas que também pode ser adotado, diz respeito ao chamado *BOT* (Build, Operate and Transfer - Construção, Operação e Transferência), - onde o Governo confere ao parceiro estratégico uma sub-concessão por tempo limitado, recebendo uma parte da receita de operação dos serviços (dentre outras formas de remuneração). Nesse método, o Governo recebe os ativos de volta no final do período de concessão.

■ Privatização através da venda a investidores estratégicos é tradicionalmente adotada quando se procura atrair parceiros qualificados, capazes de aportar recursos gerenciais e tecnológicos e, portanto, reestruturar as operações da empresa visando ampliar a oferta e a qualidade dos serviços. Esse método tende a aumentar substancialmente o valor de venda em virtude do prêmio pago pelo controle sobre a operação da empresa.

■ Privatização via oferta pública de ações no mercado de capitais procura atrair principalmente investidores institucionais e o público em geral. Esse método é mais adotado no caso de redes de telefonia maduras, tipicamente em grandes operações, onde o valor de venda é tal que pode inibir o interesse de parceiros estratégicos.

■ Ofertas públicas também podem ser adotadas como um segundo passo no processo de venda das ações remanescentes do Governo, após a venda do controle a um parceiro estratégico.

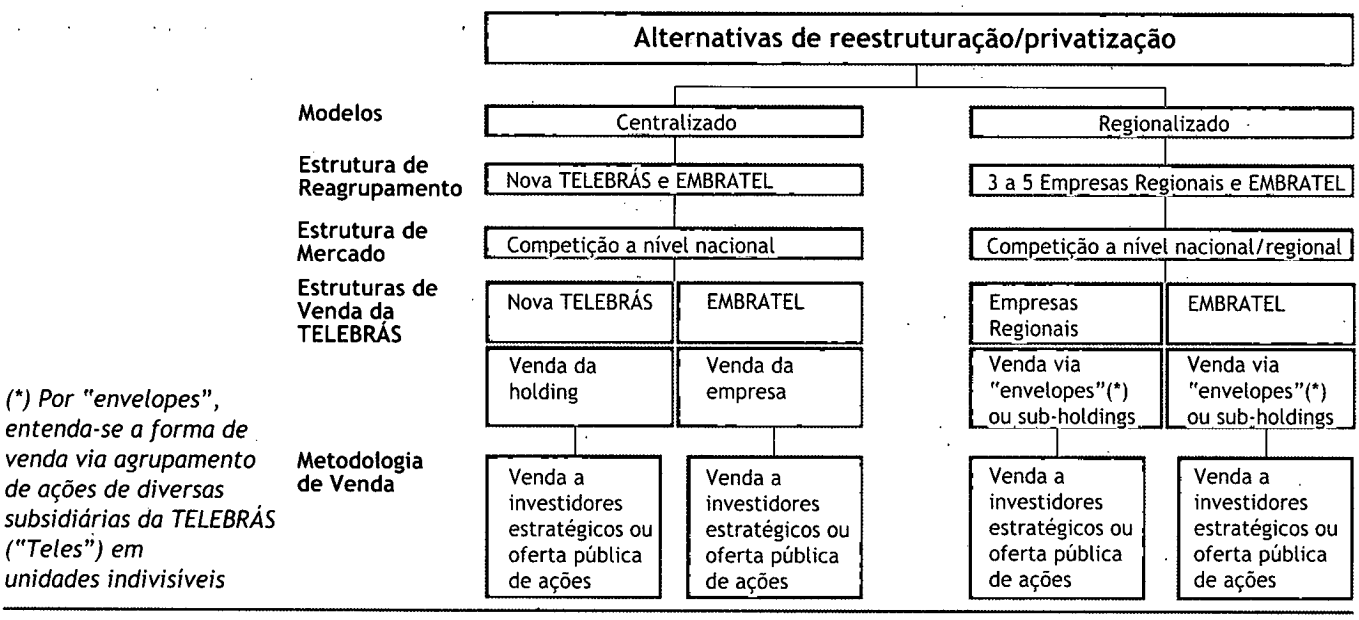
■ O modelo de venda via BOT pode ser utilizado para regiões pouco atraentes a investidores.

■ O modelo de venda de controle simultâneo ao aumento de capital (utilizado, por exemplo, no Programa de Capitalização da Bolívia) é atraente do ponto de vista de investidores estratégicos na medida em que parte dos recursos investidos na aquisição podem ser utilizados para capitalizar a empresa, visando expandir e modernizar os serviços prestados.

■ A diversidade de ativos a serem vendidos no programa de desestatização do setor de telecomunicações brasileiro requer flexibilidade na seleção e desenvolvimento dos veículos de venda.

2.3. Estratégias de implementação da privatização

Como pode ser observado no quadro a seguir, o Grupo de Trabalho analisou duas estratégias alternativas de privatização: modelo centralizado e modelo regionalizado.

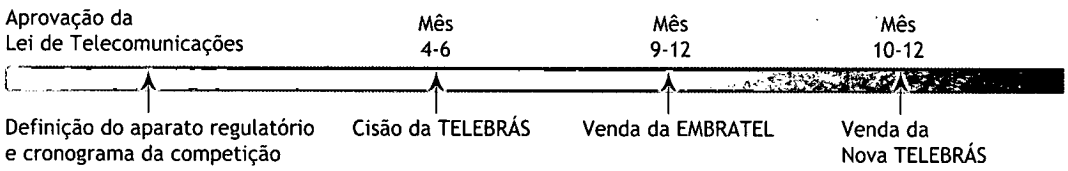


(*) Por "envelopes", entenda-se a forma de venda via agrupamento de ações de diversas subsidiárias da TELEBRÁS ("Teles") em unidades indivisíveis

Como pode ser visto nos *Capítulos VI* a *VIII*, foram analisadas diversas alternativas de execução dessas estratégias, visando identificar aquelas que mais se ajustam aos objetivos do Governo. Os passos necessários à implementação das alternativas mais relevantes nos dois modelos (centralizado e regionalizado) são apresentadas a seguir. Cabe destacar que a aprovação da Lei Geral de Telecomunicações, que deverá estabelecer o novo aparato regulatório para o setor, seguida da definição, por parte do órgão regulador, do momento em que o mercado será aberto à competição, são pré-condições necessárias à implementação de todos os modelos analisados.

2.3.1. Modelo centralizado

Cisão da TELEBRÁS e venda da EMBRATEL e da Nova TELEBRÁS:



■ *1º passo:* Uma vez aprovada a lei, o Governo poderia iniciar imediatamente o processo de cisão da TELEBRÁS para excluir de seu patrimônio o investimento na EMBRATEL. Esse processo poderia estar concluído em cerca de 4 a 6 meses. Os principais obstáculos a serem superados nessa etapa são o direito de recesso de acionistas minoritários da TELEBRÁS, gerado pela cisão, e a negociação das dívidas da TELEBRÁS, além da necessidade de avaliação da EMBRATEL. A aprovação do projeto de lei que reformula a Lei das S.A., ora em tramitação no Congresso Nacional, simplificaria esse processo, uma vez que eliminaria o direito de recesso em casos de cisão.

■ *2º passo:* Uma vez concluída a cisão da TELEBRÁS, com a separação da EMBRATEL, todos os acionistas da TELEBRÁS receberiam ações da EMBRATEL. Além disso, seria necessário registrar a EMBRATEL como empresa de capital aberto.

■ *3º passo:* Efetuados esses procedimentos, a venda da participação majoritária do Governo na EMBRATEL a um parceiro estratégico ou via oferta pública de ações poderia ser executada, desde que o novo aparato regulatório do setor de telecomunicações brasileiro já estivesse em vigor. Estima-se que seriam necessários de 4 a 6 meses para a conclusão do processo de venda. É necessário salientar, entretanto, que a venda via lançamento de ações no mercado pode não atrair um novo parceiro estratégico capaz de agregar novas tecnologias e capital à empresa privatizada.

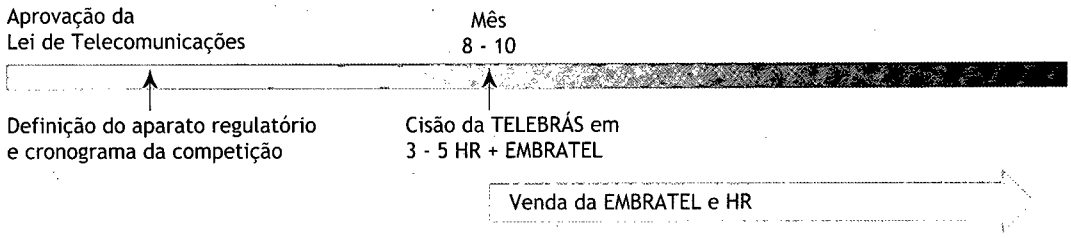
■ *4º passo:* Após a privatização da EMBRATEL, o Governo poderia iniciar imediatamente o processo de venda da nova TELEBRÁS a um parceiro estratégico. Além do elevado valor de venda da nova TELEBRÁS, o principal obstáculo a ser superado diz respeito à necessidade de se fazer oferta pública para os acionistas minoritários da TELEBRÁS e de todas subsidiárias com capital aberto. Essa exigência de oferta pública tem sérias implicações para o valor a ser pago pelos compradores, à medida que o desembolso total de recursos pode ser muito superior ao valor de compra da nova TELEBRÁS (uma vez que o comprador pode ser forçado a adquirir também as ações dos acionistas minoritários das "Teles" de capital aberto). Outro problema relacionado à necessidade de se fazer oferta pública é o fato de que o Governo pode perder controle sobre o montante de ações a ser ofertado e, conseqüentemente, sobre a receita de venda. A aprovação da reforma da Lei das S.A. eliminaria a necessidade de execução da oferta pública, simplificando o processo.

Conclusão

Nesse modelo centralizado, o Governo poderia concluir a privatização da EMBRATEL e da nova TELEBRÁS em um período inferior a 12 meses após a sanção da Lei Geral de Telecomunicações. Entretanto, é importante destacar que a viabilidade dessa estratégia de venda depende da aprovação da reforma da Lei das S.A.. Caso esse projeto de lei não seja aprovado, a venda do controle da nova TELEBRÁS exigiria uma oferta pública para acionistas minoritários da TELEBRÁS e das subsi-diárias com capital aberto, tornando sua implementação bastante problemática e o cronograma de venda imprevisível.

2.3.2. Modelo regionalizado

a) Cisão da TELEBRÁS e Venda da EMBRATEL e das Holdings Regionais (HR):



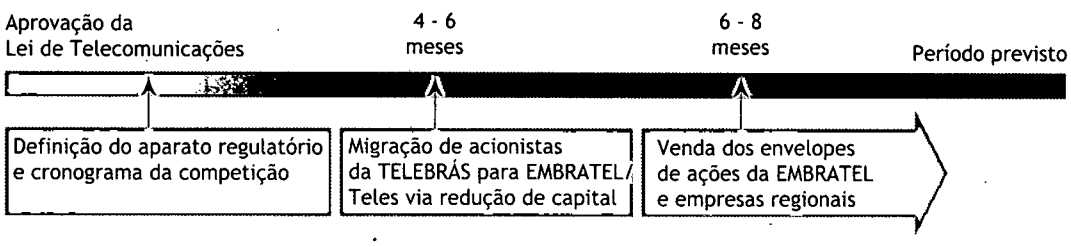
■ *1º passo:* Uma vez aprovada a lei, o Governo poderia iniciar imediatamente o processo de cisão da TELEBRÁS em 3 a 5 empresas *Holdings* Regionais (HR), além da EMBRATEL. Esse processo poderia estar concluído em 8 a 10 meses. Os principais obstáculos a serem superados dizem respeito ao direito de recesso de acionistas minoritários da TELEBRÁS, gerado pela cisão, além da necessidade de avaliação das empresas e negociação com credores e detentores de ADR da TELEBRÁS. Conforme indicado anteriormente, a aprovação do projeto de reforma da Lei das S.A. facilitaria a implementação do processo de cisão.

■ *2º passo:* Concluída a cisão da TELEBRÁS, a venda da participação do Governo nas HR e EMBRATEL poderia ser iniciada desde que o novo aparato regulatório do setor de telecomunicações brasileiro já estivesse em vigor. A EMBRATEL poderia ser a primeira empresa a ser privatizada (via venda a parceiro estratégico ou oferta pública de ações), seguida por uma HR, de modo a garantir o avanço do programa de privatização até o 1º semestre de 1998. As demais HR poderiam ser privatizadas em seguida, através de um processo de vendas seqüenciais. É importante salientar que, caso a reforma da Lei das S.A. seja aprovada, não haverá necessidade de oferta pública aos acionistas minoritários da EMBRATEL, HR e atuais subsidiárias da TELEBRÁS com capital aberto.

Conclusão

Nesse modelo regionalizado, a venda via cisão permitiria que o Governo concluísse a privatização da EMBRATEL e das HR em um período inferior a 18 meses após a aprovação da Lei Geral de Telecomunicações pelo Congresso Nacional. Cabe destacar que duas vendas poderiam ser concluídas em um período inferior a 12 meses a partir da aprovação da Lei Geral. Entretanto, nota-se que o sucesso dessa estratégia de venda depende fundamentalmente da aprovação da reforma da Lei das S.A.. Caso esse projeto de lei não seja aprovado, o Governo poderia criar as HR via redução de capital da TELEBRÁS, evitando a questão do direito de recesso dos acionistas minoritários. Porém, a venda do controle das HR e EMBRATEL continuaria requerendo oferta pública para acionistas minoritários da TELEBRÁS e das subsidiárias com capital aberto, tornando sua implementação mais complexa na medida em que o desembolso de recursos por parte do comprador poderá ser bastante superior ao estritamente necessário à aquisição do controle das HR.

b) Redução de capital da TELEBRÁS e venda, pelo Governo, de ações das subsidiárias em envelopes:



- *1º passo:* Uma vez aprovada a lei, o Governo poderia iniciar imediatamente o processo de migração dos atuais acionistas da TELEBRÁS para o nível das subsidiárias ("Teles"), via redução de capital da TELEBRÁS. Esse processo poderia estar concluído em 4 a 6 meses. Os principais obstáculos a serem superados nessa etapa dizem respeito à questão do tratamento especial que deve ser dado a credores em processos de redução de capital, assim como a perda, por parte do Governo, do controle majoritário das ações ordinárias de um número elevado de subsidiárias, além do tratamento aos detentores de ADR.

- *2º passo:* Uma vez concluída a redução de capital da TELEBRÁS, a venda da participação do Governo nas subsidiárias estaduais e na EMBRATEL poderia ser iniciada via criação de envelopes de ações, desde que o novo aparato regulatório do setor de telecomunicações brasileiro já estivesse em vigor. A título de exemplo, pode-se mencionar que o primeiro envelope, composto unicamente com ações da EMBRATEL, poderia ser vendido cerca de 2 meses após a migração das ações. Essa venda poderia ser efetuada diretamente a um parceiro estratégico ou via lançamento de ações no mercado. Os demais envelopes de ações do Governo, formados pelo agrupamento de ações das subsidiárias de modo a criar 3 a 5 HR, poderiam ser vendidos em seguida, através de um processo de vendas seqüenciais. O principal obstáculo relacionado à venda via envelopes de ações diz respeito à necessidade de se fazer oferta pública aos acionistas minoritários das atuais subsidiárias da TELEBRÁS que possuem capital aberto. A aprovação do projeto de reforma da Lei das S.A. também simplificaria a implementação dessa estratégia de venda.

Conclusão

Nesse modelo regionalizado via redução de capital, o Governo poderia concluir duas ou três vendas em um período inferior a 12 meses, a partir da aprovação da Lei Geral. Assim como no caso do modelo regionalizado via cisão, a aprovação da reforma da Lei das S.A. facilitaria a implementação dessa estratégia. Porém, a diferença fundamental entre os dois modelos é que, no caso do modelo regionalizado via redução de capital, o Governo pode aplicar o precedente adotado no caso da privatização da Light, visando evitar a necessidade de oferta pública a acionistas minoritários das atuais subsidiárias, oferecendo a oportunidade para que detentores de ações ordinárias participassem do leilão de venda, viabilizando o programa de privatização sem a necessidade de aprovação da reforma da Lei das S.A..

O quadro a seguir apresenta uma comparação desses modelos de privatização, confirmando que o modelo regionalizado é superior ao centralizado. Também pode-se notar que, dentre as alternativas de regionalização, destaca-se aquela baseada na criação de empresas regionais via cisão da TELEBRÁS.

■ Superior
■ Neutro
■ Inferior

Principais variáveis de análise	Modelo Regionalizado			Modelo Centralizado	
	HRs (via cisão da TELEBRÁS)	Envelopes (Governo vende ações)	EMBRATEL	TELEBRÁS	EMBRATEL
Capacidade de venda	■	■	■	■	■
Valor	■	■	■	■	■
Benefícios para os consumidores	■	■	■	■	■
Cronograma para a 1ª venda (meses)*	8-10	6-8	8 - 10** 4 - 6***	10 - 12	9 - 12

** Assumindo que o novo aparato regulatório já esteja em vigor.*
*** Relativo ao modelo de criação de HR via cisão da TELEBRÁS.*
**** Relativo ao modelo de criação de HR via envelopes*

As principais conclusões obtidas a partir dessa análise comparativa estão indicadas a seguir:

■ No modelo regionalizado, do ponto de vista de capacidade de venda, a opção de privatização das HR via cisão é mais atraente aos investidores que a venda de envelopes de ações, por gerar empresas com estruturas legais consolidadas, preparadas para a nova gerência.

■ O valor das empresas regionais provavelmente será afetado no caso da formação de envelopes, sendo o desconto na venda justificado pela estrutura pouco definida a ser transferida aos futuros operadores.

■ Por apresentar capacidade de venda inferior ao modelo das HR via cisão, a venda via envelopes poderá não atrair os investidores mais qualificados, o que poderia sacrificar a qualidade do serviço prestado aos consumidores.

■ Os dois modelos regionalizados são bastante semelhantes do ponto de vista do cronograma de venda. Porém, cabe destacar que a implementação do modelo via envelopes pode ser cerca de dois meses mais rápida do que a do modelo de regionalização via cisão.

2.4. Reagrupamento das empresas do Sistema TELEBRÁS

O Grupo de Trabalho analisou diversas alternativas de reagrupamento das empresas que compõem o Sistema TELEBRÁS, visando identificar aquelas que atendem aos objetivos do Governo e representam oportunidades atraentes de investimento para parceiros estratégicos. A análise foi enfocada em combinações das subsidiárias que geram de três a cinco empresas regionais, além da EMBRATEL. Detalhes relativos às características principais dos modelos analisados podem ser obtidos no *Anexo A*. As principais conclusões obtidas estão destacadas a seguir:

2.4.1. Número de regiões

□ Estruturas com cinco empresas regionais, além da EMBRATEL, foram descartadas, após cuidadosa análise, em virtude principalmente do limitado número de potenciais operadores com capacidade financeira e compromisso estratégico com o mercado brasileiro de telecomunicações.

■ Do ponto de vista de capacidade de venda, estruturas com três regiões podem, de modo geral, maximizar de forma mais efetiva as tensões de demanda entre investidores estratégicos de alta qualidade.

□ Em estruturas de mercado com quatro regiões criam-se empresas de porte suficiente para atrair parceiros estratégicos de alta qualidade. Além disso, pode-se vislumbrar uma estrutura regional onde o aparato regulatório a ser adotado em cada região seja uniforme, em virtude da relativa semelhança dos aspectos sócio-econômicos entre os Estados que as compõem.

2.4.2. Importância da estrutura regulatória

■ A criação de 3 a 5 HR, além da EMBRATEL, deve procurar conciliar os objetivos do Governo com os interesses dos investidores estratégicos. Nesse sentido, regiões com diferentes características de mercado ou operacionais poderiam estar sujeitas a distintas estruturas regulatórias, principalmente no que se refere ao período para introdução de competição e política de reajuste de tarifas.

□ O rebalanceamento de tarifas, a política de médio prazo para fixação de tarifas e o cronograma de introdução de competição são instrumentos de política fundamentais que devem afetar o valor de venda das empresas e o grau de atratividade de cada região para investidores.

□ É essencial que o órgão regulador seja independente e capaz de garantir um ambiente de competição justa entre os diversos operadores, evitando que haja privilégios para grupos específicos.

□ A definição da estrutura da Banda B de telefonia móvel deverá exercer grande influência na definição do reagrupamento das subsidiárias da TELEBRÁS, caso concessionárias de Banda B não possam adquirir a empresa regional da mesma área que atue na Banda A na mesma região. Vale destacar que o universo de investidores estratégicos de alta qualidade que tem demonstrado interesse nas concessões de Banda B é bastante semelhante aos investidores que deverão estar interessados nas novas empresas regionais. Portanto, limitações como as mencionadas acima podem restringir a demanda pelas novas empresas regionais.

□ Os elevados investimentos necessários para que se possa adquirir controle operacional e o desafio de consolidação das operações das atuais subsidiárias provavelmente levarão investidores estratégicos a requerer um período de

proteção, quando poderiam gozar de maior estabilidade no fluxo de caixa das empresas regionais. Como mencionado anteriormente, esse período pode variar dependendo das características de cada região.

■ As concessões atuais das empresas do Sistema TELEBRÁS devem ser estendidas por um período suficiente para viabilizar o retorno dos investimentos a serem efetuados pelos parceiros estratégicos.

2.4.3. Considerações sobre o valor das HR

■ Uma análise de implicações sobre valor com base em múltiplos de mercado de empresas comparáveis indica que, do ponto de vista de valor, a soma das empresas regionais e da EMBRATEL deve ser superior ao atual valor de mercado da TELEBRÁS.

■ Nota-se também que a magnitude do valor total de venda não varia de forma substancial quando as empresas são reagrupadas em três ou em quatro regiões.

■ A introdução imediata de competição em serviços de longa distância e internacional poderá ter um efeito profundamente negativo sobre a capacidade de atração de parceiros estratégicos de alta qualidade e sobre o valor de venda da EMBRATEL.

■ Da mesma forma, a introdução imediata de competição em telefonia fixa local pode reduzir o valor das empresas e inibir o interesse de alguns parceiros estratégicos de alta qualidade. Por outro lado, a perspectiva de ampliação dos serviços para áreas como longa distância e internacional em um período determinado de tempo deve ampliar de forma substancial o valor das empresas de telefonia local.

Dentre as várias simulações estudadas destacamos, a seguir, dois cenários de reagrupamento, que mantêm a continuidade geográfica em cada região, as fronteiras dos Estados e são compatíveis com a atual estrutura definida para a Banda B de telefonia móvel.

É importante destacar que, além das HR e EMBRATEL, as atuais prestadoras de serviços de telecomunicações independentes do Sistema TELEBRÁS continuarão atuando no mercado. Nesse caso, seria conveniente que a privatização do Sistema TELEBRÁS seja feita de forma articulada com a estratégia das três empresas que ainda são controladas por governos estaduais e municipais (CRT, Ceterp e Sercomtel). Especial atenção deve ser dada ao caso da CRT em virtude do seu tamanho em relação às demais empresas da Região Sul do Brasil.

Modelo com três regiões

(1) Receita líquida da região obtida pela soma das respectivas receitas líquidas de cada Tele individual

(2) Número de linhas de telefonia fixa em serviço

(3) Número de linhas de serviço / 100 habitantes

(4) Dados para o Brasil em 1994 (US$)

Principais características operacionais e financeiras estimadas para 1996

	Receita Líquida[1] (US$ milhões)	Linhas em Serviço[2] (milhões)	Penetração[3] (%)	PIB/capita[4] (US$)
HR1	2.774	3,41	7,95	2.948
HR2	4.241	5,20	7,18	2.418
HR3	3.994	5,08	15,22	4.672

	Receita Líquida (US$ milhões)	Minutos de LD Nacional (milhões)	Minutos de LD Internacional (milhões)	PIB/capita[4] (US$)
EMBRATEL	2.207	23.295	404	3.074

Esse modelo de três regiões apresenta uma estrutura com um número pequeno de empresas a serem vendidas, maximizando as tensões de demanda e a atratividade para potenciais investidores estratégicos de alta qualidade interessados em investir no Brasil. Além disso, do ponto de vista do perfil operacional e financeiro, nota-se que as HR são empresas relativamente similares, de grande porte e que não estarão em desvantagem se expostas a um ambiente de competição.

Modelo com quatro regiões

(1) Receita líquida da região obtida pela soma das respectivas receitas líquidas de cada Tele individual

(2) Número de linhas de telefonia fixa em serviço

(3) Número de linhas em serviço / 100 habitantes

(4) Dados para o Brasil em 1994 (US$)

Principais características operacionais e financeiras estimadas para 1996

	Receita Líquida[1] (US$ milhões)	Linhas em Serviço[2] (milhões)	Penetração[3] (%)	PIB/capita[4] (US$)
HR1	1.543	2,05	7,19	2.354
HR2	4.241	5,20	7,18	2.418
HR3	3.994	5,08	15,22	4.672
HR4	1.230	1,35	9,44	3.629

	Receita Líquida (US$ milhões)	Minutos de LD Nacional (milhões)	Minutos de LD Internacional (milhões)	PIB/capita[4] (US$)
EMBRATEL	2.207	23.295	404	3.074

Esse modelo de quatro regiões apresenta um número factível de vendas e cria empresas de porte operacional e financeiro capazes de atrair investidores estratégicos de alta qualidade. De um modo geral, as quatro empresas são de médio ou grande porte e podem sobreviver a um ambiente de competição. É interessante notar que cada estrutura cria regiões formadas por Estados de características sócio-econômicas razoavelmente semelhantes, possibilitando a implementação de um único aparato regulatório dentro de uma mesma região.

Esse modelo oferece ainda aos potenciais investidores estratégicos a opção de escolha por investir em regiões mais desenvolvidas, já com determinado nível de maturidade operacional, ou em regiões com níveis inferiores de PIB per capita e penetração, mas com elevado potencial de crescimento.

2.5. Metodologias de venda

O elemento final no planejamento da privatização da TELEBRÁS está relacionado à escolha do método mais apropriado para a venda de cada uma das empresas a serem privatizadas. Como mencionado na seção 2.2.3, há dois principais métodos de venda normalmente adotados para empresas do setor de telecomunicações: venda a parceiro estratégico e oferta pública de ações.

A avaliação das empresas a serem vendidas é um aspecto comum a todos os métodos de venda mencionados e constitui fator fundamental para o sucesso do processo de venda. Diversos métodos de avaliação podem ser adotados, de forma complementar, visando estimar o valor de uma empresa, dentre os quais destacam-se:

■ *Fluxo de Caixa Descontado (FCD):* Essa é a principal metodologia de avaliação, uma vez que se baseia no cálculo do valor presente líquido dos fluxos de caixa projetados da empresa. De modo geral, essa metodologia requer a projeção dos principais itens que compõem os demonstrativos de lucros e perdas, balanço patrimonial e fluxo de caixa, de modo a estimar de forma coerente o fluxo de caixa livre para acionistas em um horizonte de tempo previsível (em geral, 10 anos). Os fluxos de caixa a partir desse período são estimados por intermédio de um valor terminal (calculado através de uma perpetuidade). Esses fluxos de caixa são trazidos a valor presente utilizando uma taxa de desconto que reflita a média ponderada do custo de capital da empresa. O valor presente obtido deve ser ajustado levando em conta a dívida líquida da empresa. Essa metodologia de avaliação permite análise cuidadosa dos principais fatores que afetam o valor do negócio e o grau de sensibilidade desses fatores para alterações em hipóteses básicas. Além disso, essa metodologia permite ainda aos investidores interessados em adquirir a empresa analisar as possíveis sinergias que poderão ser obtidas e o valor que estarão dispostos a pagar pelo controle da gestão da empresa.

■ *Análise Comparativa (AC):* Essa metodologia requer inicialmente a definição de um universo de empresas com ações negociadas no mercado que sejam similares, em certas dimensões, àquela que está sendo avaliada. Uma vez definido o universo de comparação, calcula-se, para a amostra de empresas selecionadas, valores médios de determinadas razões entre indicadores de valor de mercado e índices contábeis indicativos do valor das empresas, tais como P/E (preço da ação dividido pelo lucro líquido por ação), EV/EBITDA (valor de mercado mais dívida líquida, dividido pelo lucro operacional) e P/BV (preço da ação dividido pelo patrimônio líquido por ação), dentre outros. A aplicação desses múltiplos aos valores de indicadores contábeis vigentes na empresa em questão permite a estimativa de um intervalo para os valores prováveis que o mercado atribuiria a empresa. Por basear-se em valores de mercado, essa metodologia não oferece qualquer indicação acerca do prêmio que investidores estratégicos poderão estar dispostos a pagar pelo controle.

■ *Transações Comparáveis (TC):* Essa metodologia consiste na análise do valor pago por investidores na compra de empresas comparáveis àquela que está sendo avaliada. Assim como no caso da metodologia AC, calcula-se inicialmente o múltiplo do valor de venda nas transações comparáveis em relação a índices contábeis tais como: lucro líquido, EBITDA e patrimônio líquido. A aplicação desses múltiplos aos valores vigentes na empresa em questão permite a estimativa de um intervalo para os valores prováveis para a empresa.

Além da avaliação do negócio, os principais passos adotados, tanto na implementação da venda a parceiro estratégico quanto na oferta pública de ações, são apresentados de forma resumida a seguir:

■ *Venda a Parceiro Estratégico:* A implementação desse método de venda pode ser dividida em três etapas: (i) definição da estratégia, (ii) preparação da venda e (iii) execução da venda. Na primeira etapa procura-se definir a estratégia de privatização visando compatibilizar as prioridades do Governo com os objetivos dos potenciais parceiros estratégicos interessados na compra. Na segunda etapa executa-se detalhada avaliação econômica da empresa, definindo-se, em particular, os riscos associados ao quadro regulatório. Além disso, nessa etapa deve-se pré-qualificar aqueles parceiros estratégicos que atendam aos objetivos definidos na etapa anterior. Na fase de execução, deve-se definir a forma de venda (envelope fechado, leilão, etc) e organizar um ambiente altamente competitivo entre investidores pré-qualificados, visando maximizar o valor de venda da empresa.

■ *Oferta Pública de Ações:* A implementação do método de venda via lançamento de ações nos mercados de capital doméstico e internacional pode ser dividida em oito fases: (i) análise da demanda, (ii) posicionamento da empresas no mercado, (iii) avaliação, (iv) definição do sindicato, (v) marketing, (vi) definição do preço de oferta, (vii) alocação das ações e (viii) suporte pós-venda. A primeira etapa requer cuidadoso levantamento da demanda nos mercados doméstico e internacional, visando identificar o universo de investidores interessados (institucionais ou população em geral) e o volume de recursos que pode ser investido. Com base nessa análise, deve-se definir os mercados onde as ações serão lançadas (doméstico e internacional) e adotar as iniciativas necessárias ao seu registro. Uma vez identificada a demanda, deve-se apresentar as razões pelas quais essas ações significam uma boa oportunidade de investimento. Na terceira etapa, elabora-se análise cuidadosa da empresa com base nos métodos destacados anteriormente. A seguir, deve-se estruturar o sindicato de bancos responsáveis pela venda das ações. Esse sindicato deve ser capaz de distribuir as ações de modo a estabelecer uma base sólida de investidores de alta qualidade e contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico. Na quinta etapa, deve-se iniciar de forma coordenada o processo de *marketing* visando ampliar e, finalmente, registrar o interesse de investidores na compra das ações. Uma vez formalizado o interesse dos investidores, a sexta etapa consiste na definição do preço de venda. Em seguida, com base nesse preço, o sindicato de bancos deve alocar as ações aos investidores visando assegurar uma

boa performance após a venda. Finalmente, após a alocação, o sindicato de bancos deve atuar no mercado de modo a assegurar a estabilidade do preço da ação e preservar a confiança dos investidores.

3. Recomendações

Com base na análise desenvolvida, o Grupo de Trabalho recomenda as seguintes ações ao Ministério da Comunicações:

a) Criar condições capazes de atrair para o programa de desestatização do setor de telecomunicações operadores internacionais de alta qualidade técnica e capacidade de investimento. Essa é a forma mais eficiente de atingir os objetivos de ampliação da oferta e qualidade dos serviços de telecomunicações do Brasil. Para tanto, recomendamos que o Governo adote as seguintes iniciativas:

- O aparato regulatório do setor e os contratos de concessão devem ser estruturados de forma a garantir tratamento justo e equânime a todos competidores;

- A estrutura tarifária deve explicitar de forma clara as regras de interconexão e acesso e ser definida de modo a viabilizar o financiamento dos investimentos necessários, tratando de forma justa operadores com requisito de serviço universal;

- A política de competição deve permitir aos parceiros estratégicos um período limitado de proteção durante a reestruturação das empresas e o programa inicial de investimentos. As regras de competição devem definir a priori e com grande clareza o momento de introdução de competição, além das oportunidades de novos negócios e restrições a que os operadores estarão sujeitos; e

- A oportunidade de investimento oferecida pelo Governo deve estabelecer uma parcela a ser vendida que seja acessível e transfira o controle efetivo aos parceiros potenciais. As regras devem também indicar a capacidade de cada operador de oferecer uma ampla variedade de serviços.

b) Optar pelo modelo regionalizado, vendendo a parceiros estratégicos de alta qualidade 3 ou, no máximo 4, empresas regionais, além da EMBRATEL. Essa é a estrutura mais adequada para atrair capital e experiência operacional, essenciais para o atendimento dos objetivos de ampliação da oferta e qualidade dos serviços. A venda de 3 a 4 HR, se bem estruturada, deve gerar substancial nível de competição entre investidores estratégicos de alta qualidade, maximizando o valor de venda e minimizando o risco de ativos não vendidos.

c) Optar pelo modelo de reagrupamento em 4 regiões é o mais adequado na medida em que: (i) oferece escala de operação atraente e diferenciada de modo a atrair investidores estratégicos de alta qualidade com objetivos diversos e (ii) permite a adoção de um mesmo aparato regulatório dentro de cada região. Um modelo com essas características está ilustrado a seguir:

Características de possíveis HR

HR1

- Permite tratamento regulatório especial
- Permite adoção de estrutura de capital distinta, BOT, capitalização etc

HR2

- Grande companhia com forte geração de fluxo de caixa
- Baixa taxa de penetração
- Possibilidade de fixação de metas de expansão
- Comparável ao Peru

HR4

- Rede de tamanho médio com oportunidade de crescimento
- Posição favorável frente ao Mercosul

HR3

- Muito atraente
- Permite mínima reestruturação e venda rápida

d) Utilizar o método de venda a parceiro estratégico, no lugar de oferta pública, para casos onde as HR envolvem a criação de novas estruturas de gerenciamento e operação.

e) Estruturar as HR de modo que as operações de telefonia fixa local sejam vendidas preferencialmente de forma integrada com as de telefonia móvel (Banda A), pois investidores entendem que as melhores oportunidades estão na operação conjunta de telefonia fixa e móvel. Entretanto, é importante destacar que o Governo deve deter a flexibilidade de poder vender de forma separada as empresas de telefonia móvel dependendo das condições de mercado no momento da venda.

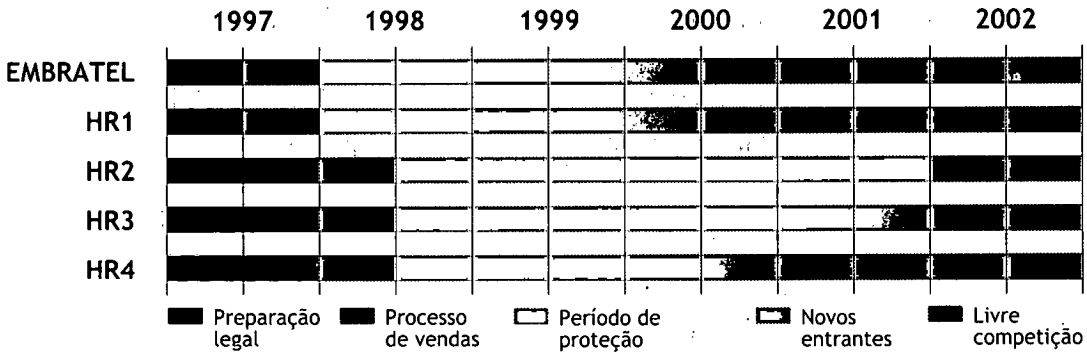
f) Estruturar a privatização da EMBRATEL de modo que a venda preceda a introdução de concorrência nos mercados domésticos e internacionais de telecomunicação de longa distância, pois os monopólios internacionais de longa distância são mais suscetíveis à perda de mercado e queda de tarifas reais e, portanto, à perda de valor que se segue à introdução de concorrência.

g) Manter a flexibilidade quanto aos métodos de venda da EMBRATEL, na medida em que essa empresa pode ser vendida tanto através de uma venda estratégica quanto de oferta pública no mercado de capitais. No caso das HR, o método mais provável de venda deverá ser a venda a parceiro estratégico. Entretanto, o Governo deve manter a flexibilidade para poder optar pelo

método mais apropriado de acordo com as condições de mercado no momento da venda. A título de exemplo, tomando-se a ilustração apresentada acima, pode-se notar que uma forma alternativa de venda para a HR3 seria a oferta pública de ações, enquanto que estruturas tipo BOT ou capitalização poderiam ser utilizadas para a HR1.

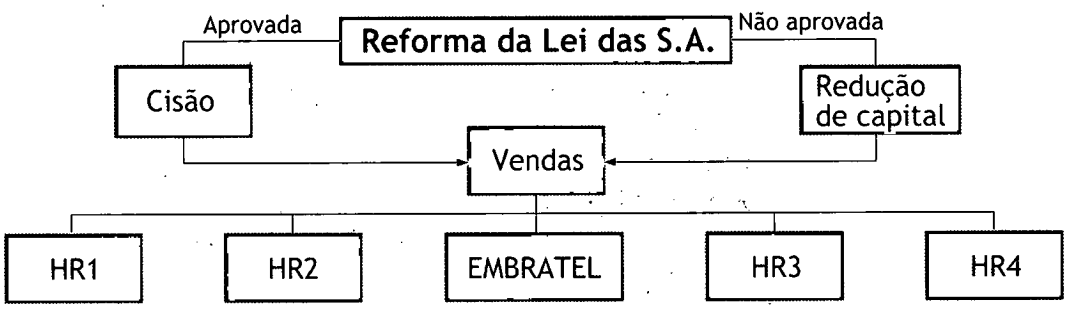
h) Adotar uma política de introdução de competição gradual de modo a atingir o objetivo de concorrência em todos os serviços em um horizonte de 3 a 5 anos. A título de exemplo, indicamos abaixo um cronograma consistente para a introdução de competição nas áreas de concessão de cada empresa.

Política de competição



i) Optar pela estratégia de privatização baseada no modelo regionalizado via cisão da TELEBRÁS e venda da EMBRATEL e HR na medida em que este é o modelo que mais se adequa aos objetivos do Governo. Entretanto, é importante ressaltar que essa estratégia de privatização dependerá fundamentalmente da tramitação da reforma da Lei das S.A. no Congresso Nacional. Como pode ser observado no quadro abaixo, o Grupo de Trabalho recomenda que o Governo opte pela estratégia de cisão da TELEBRÁS e venda da EMBRATEL e HR caso o projeto de lei que reformula a Lei das S.A. seja aprovado antes do início da implementação do processo de desestatização. Caso contrário, sugerimos que se adote o caminho da redução de capital da TELEBRÁS e venda, pelo Governo, de ações das subsidiárias em envelopes. A figura abaixo ilustra a sequência de opções sugeridas:

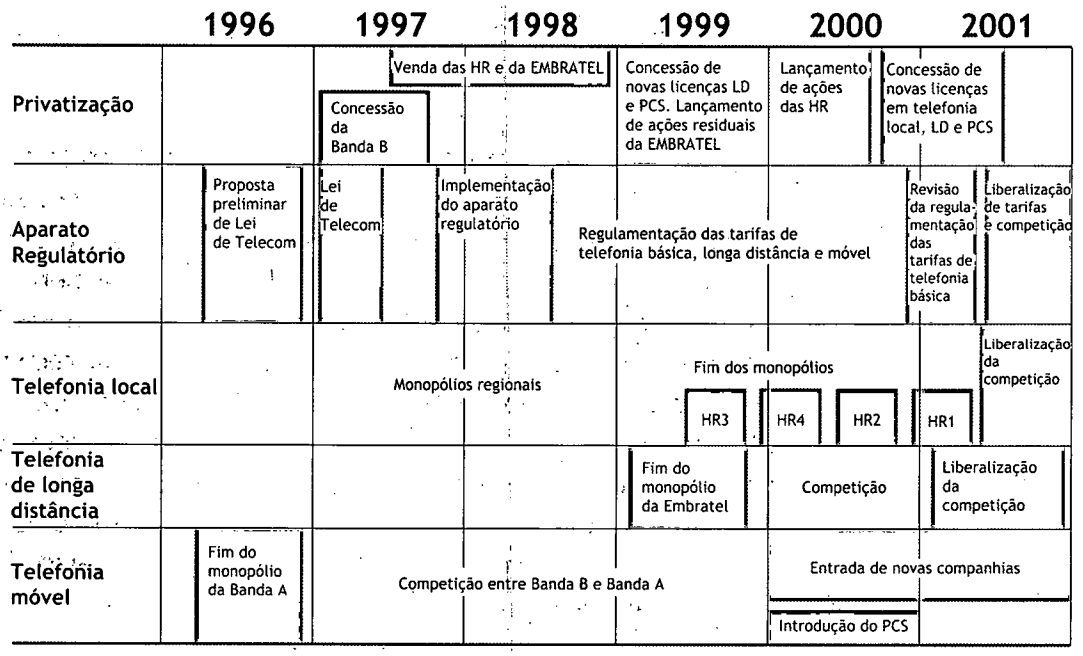
Reestruturação e modelagem de venda



j) Preparar antecipadamente e de forma efetiva a implementação da estratégia de privatização, por ser este um componente fundamental para o sucesso das vendas, particularmente no que se refere à necessidade de coordenação e convergência das ações das equipes do Ministério das Comunicações e da TELEBRÁS.

l) Anunciar o processo de privatização no contexto de um novo aparato regulatório para o setor de telecomunicações brasileiro. Assim, é essencial que o Governo apresente à sociedade de modo geral, e aos investidores em particular, sua visão de médio prazo para o setor de telecomunicações. Essa visão deve tratar de forma integrada os serviços de telefonia fixa local, móvel e longa distância/internacional, indicando com clareza a estrutura do setor no futuro e as regras que estarão em vigor durante o período de transição até a consolidação dessa nova estrutura. O quadro abaixo apresenta, a título de exemplo, uma possível visão de médio prazo para o modelo regionalizado, assumindo-se que a Lei Geral de Telecomunicações e a reforma da Lei das S.A. tenham sido aprovadas no início de 1997.

Reforma do setor de telecomunicações: a visão de longo prazo



m) Incorporar na visão de médio prazo a introdução, de forma gradual, de competição em todos os serviços. No caso de telefonia móvel, a competição pode ser introduzida imediatamente por intermédio das concessões de Banda B. Nos casos de telefonia fixa local e longa distância/internacional, porém, a abertura do mercado para competição deve ser um pouco mais lenta.

n) Anunciar, no contexto da apresentação da visão de longo prazo do Governo, um processo seqüencial de vendas capaz de influenciar de forma positiva as expectativas dos investidores. O modelo de cisão da *TELEBRÁS* e venda da *EMBRATEL* e *HR* permite, como primeiro passo, a venda da EMBRATEL de 8 a 10 meses após a aprovação da Lei Geral. Essa venda pode se dar via lançamento de ações ou venda estratégica. O segundo passo é a venda da primeira empresa regional alguns meses após a venda da EMBRATEL. Esse cronograma contempla, portanto, a venda dessas duas empresas em um período inferior a 12 meses a partir da aprovação da Lei Geral, assegurando o sucesso do programa de privatização. As demais empresas poderiam ser vendidas dando continuidade ao cronograma de venda seqüencial. É importante notar, entretanto, que as vendas somente poderão ser iniciadas a partir do momento em que o novo aparato regulatório do setor de telecomunicações brasileiro esteja plenamente em vigor.

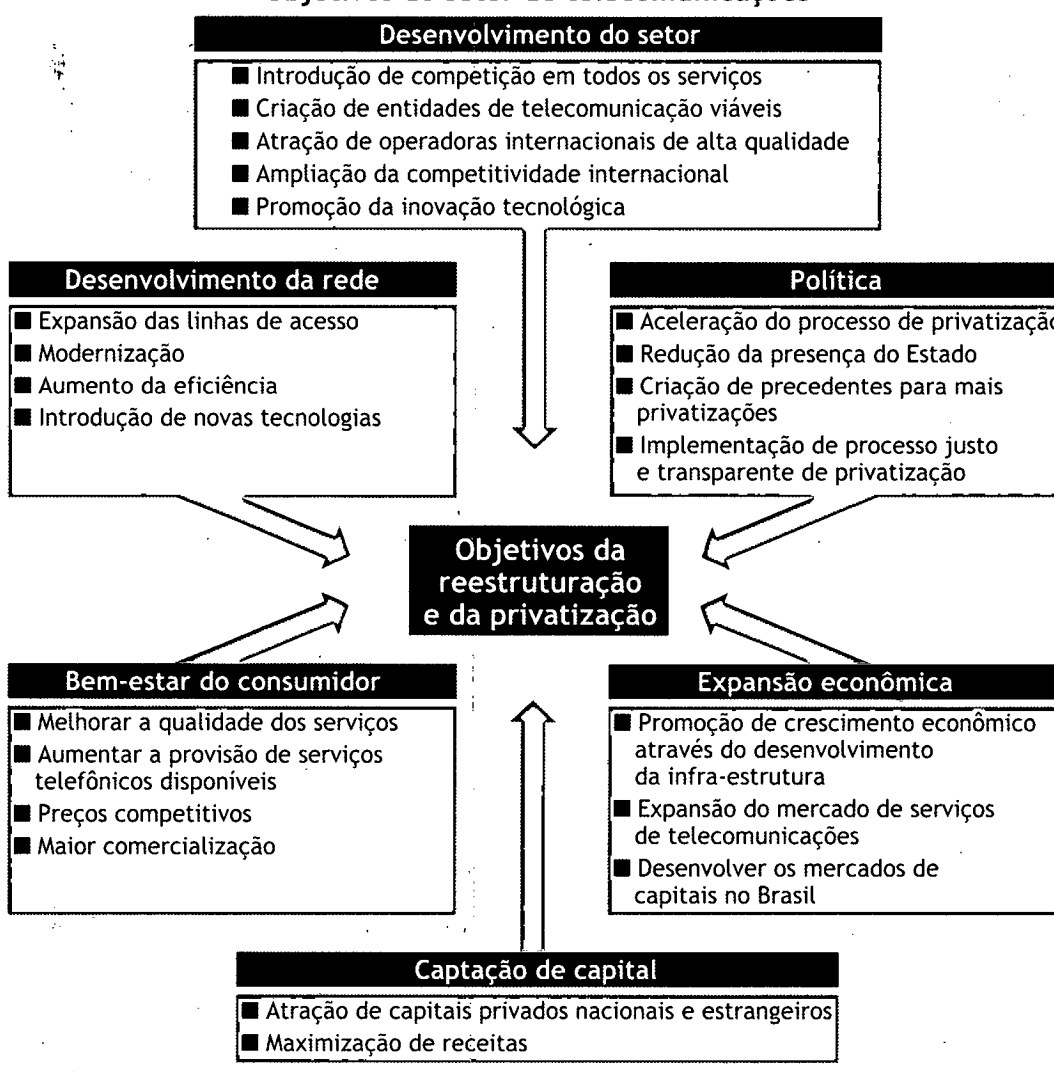
II

Avaliação dos objetivos governamentais para a privatização

1. Os objetivos do Governo

A abertura futura das telecomunicações do Brasil ao setor privado é parte integrante do plano do Governo para acelerar o desenvolvimento do sistema nacional de telecomunicações. Através da reestruturação da TELEBRÁS, da criação de um novo regime regulador e da venda do controle acionário mantido pelo Estado, o Governo busca alcançar uma série de objetivos, que servirão, em última análise, para alavancar o desenvolvimento econômico do Brasil e para promover o bem estar de seus cidadãos. Esses objetivos podem ser classificados, grosso modo, em seis categorias distintas, representadas no diagrama abaixo. Diversos desses objetivos são específicos para o desenvolvimento do setor de telecomunicações, enquanto outros relacionam-se com o programa mais amplo de privatização do Governo.

Objetivos do setor de telecomunicações



Objetivos mais amplos da ptivatização

2. Análise dos objetivos do Governo

Os Consultores Financeiros avaliaram os objetivos do Governo para a privatização da TELEBRÁS de modo a garantir o seguinte:

■ Pode-se esperar que a reestruturação e a privatização do Sistema TELEBRÁS alcance os objetivos que o Governo busca realizar?

■ As evidências acumuladas das privatizações anteriores no setor de telecomunicações, nos últimos 15 anos, indicam a viabilidade dos objetivos do Governo?

Objetivo	Avaliação
Desenvolvimento da rede	A introdução de políticas de competição bem estruturadas e de gerenciamento do setor privado serão fortes incentivos para acelerar a expansão e a modernização da rede e para melhorar a qualidade do serviço. Ao estabelecer metas definidas, com períodos adequados de estabilidade no ambiente de competição, o Governo pode promover a expansão da rede em áreas de menor viabilidade econômica. A entrada de operadoras com experiência internacional permitirá a transferência de tecnologia.
Expansão do setor de telecomunicações	A abertura do setor, através das políticas de liberalização, atrairá grande número de pequenas operadoras, fornecendo serviços especializados e expandindo os serviços disponíveis para o consumidor. A atração de operadoras internacionais com experiência tecnológica e gerencial, e capital, ajudará a criar empresas brasileiras competitivas.
Captação de capital	As privatizações de telecomunicações geraram, historicamente, mais de US$130 bilhões para governos, através de vendas estratégicas e ofertas públicas. Com incentivos adequados, através de políticas corretamente estruturadas, o setor de telecomunicações do Brasil atrairá quantias significativas de capital nacional e estrangeiro. Tanto o capital nacional quanto o estrangeiro serão essenciais para financiar a expansão da rede, em função dos grandes investimentos necessários.
Bem-estar do consumidor	A competição, regulada por instrumentos legais apropriados, e o gerenciamento do setor privado, têm contribuído para melhorar a qualidade e a eficiência dos serviços de telecomunicações em todo o mundo. A introdução do gerenciamento do setor privado e da competição no setor de telecomunicações foram acompanhados, historicamente, por redução de tarifas em setores como ligações de longa distância e sem fio.
Objetivos políticos	Privatizar o Sistema TELEBRÁS é condizente com a política corrente do Governo de reduzir a presença do estado na economia. A execução transparente e corretamente estruturada da privatização do sistema TELEBRÁS será um excelente precedente para futuras privatizações.
Expansão econômica	As indústrias de telecomunicações que se libertaram das restrições do setor público cresceram consideravelmente, contribuindo para o crescimento geral da economia nacional. As entidades recém-privatizadas vão necessitar de capital, ajudando a promover o crescimento dos mercados domésticos de capital, aumentando sua capacidade de fornecer capital para um maior número de empresas

Como a análise resumida na tabela anterior demonstra, os Consultores Financeiros concluíram que todos os objetivos do Governo são razoáveis e alcançáveis. Mas a realização desses objetivos depende da implementação de estratégias adequadas para a reestruturação e privatização do sistema TELEBRÁS, e do estabelecimento de uma estrutura normativa claramente definida.

Essa avaliação é confirmada pelos resultados e lições das privatizações de telecomunicações antecedentes, em todo o mundo. Em geral, todas demonstraram que a introdução do setor privado no gerenciamento, a instituição de um regime normativo transparente e equilibrado e a promoção da competição, levaram o setor de telecomunicações a um rápido crescimento e a significativas melhorias no bem estar do consumidor.

Análise do setor brasileiro de telecomunicações

1. Visão geral

O Sistema TELEBRÁS é um dos maiores conglomerados do setor de telecomunicações do mundo que ainda não foi reestruturado. Desde os anos 80, os setores de telecomunicações dos países mais desenvolvidos ou de economia mais dinâmica foram, progressivamente, se afastando da estrutura industrial histórica caracterizada por:

- empresas nacionais de telefonia únicas, monolíticas, fornecendo todos os serviços de telecomunicações;

- estruturas regulatórias garantindo monopólios legais para as empresas telefônicas; e

- teorias de economia de escala defendendo redes únicas como sendo a escala econômica adequada para o setor de telecomunicações.

O desenvolvimento de novas tecnologias, que reduzem o custo de implantação da rede, permitem uma vasta gama de serviços de telecomunicações e fornecem uma base econômica para operadoras de serviços alternativos competirem, desafiaram essa velha estrutura e criaram uma nova estrutura industrial. Em mercados onde esse processo está mais avançado, algumas características básicas são evidentes:

- licenciamento de diversas operadoras como proprietárias dos meios de transmissão, bem como na provisão de serviços;

- o fim das tarifas subsidiadas e movimentação no sentido de plena alocação dos custos aos serviços;

- substituição de regimes de tarifa baseada na taxa de retorno por mecanismos de preços que recompensem a eficiência; e

- exploração das sinergias entre telecomunicações, televisão a cabo e indústrias de informação.

Essa transformação da indústria tem sido acompanhada por redução de custos ao consumidor, uma maior gama de serviços e melhorias significativas na qualidade dos serviços. Os setores de telecomunicações reestruturados estão cada vez mais entre os setores mais dinâmicos de suas economias nacionais e são um importante catalisador de novos capitais e de crescimento econômico nacional, tanto em mercados emergentes quanto em desenvolvidos.

2. O Sistema TELEBRÁS

O desejo do Governo de acelerar o desenvolvimento da rede de telecomunicações e expandir a qualidade e disponibilidade dos serviços está entre os objetivos mais importantes que conduziram à decisão de reestruturar e privatizar o Sistema TELEBRÁS. As seguintes características atuais do setor de telecomunicações brasileiro justificam esta decisão:

- a TELEBRÁS atende à 5ª maior população no mundo, cobrindo mais de 8,2 milhões de km^2 de território de serviço, mas tem uma rede que, em número de linhas, é a 13ª no mundo;

- com a maior economia, população e rede na América Latina, a TELEBRÁS está abaixo das operadoras de telecomunicações mexicana, argentina, venezuelana e chilena, em termos de digitalização e de penetração das linhas de acesso;

- o Brasil tem as menores taxas de fluxo de ligações internacionais *per capita* no mercado da América Latina, com o México completando mais de 6 vezes o número de ligações internacionais *per capita* em comparação ao Brasil, com a Argentina completando 3 vezes mais ligações *per capita* e com a Venezuela fazendo quase 4 vezes mais ligações *per capita*. Em relação à Ásia, o Brasil está atrás da Malásia, e em uma faixa próxima à Índia e Indonésia;

- o Sistema TELEBRÁS continua a usufruir um monopólio em todos os mercados. Embora isso vá mudar com a introdução das licenças da nova Banda B no início do próximo ano, o setor de telecomunicações brasileiro é a última grande rede na América Latina a ser aberta para parcerias com empresas de telecomunicações internacionais;

- o setor de telecomunicações brasileiro tem um dos maiores níveis de controle governamental da América Latina. É importante ressaltar que os governos chileno, mexicano, venezuelano, peruano, boliviano e argentino venderam suas empresas de telecomunicações estatais;

- as 27 empresas regionais que atuam no Brasil variam significativamente em sua capacidade de fornecer acesso às telecomunicações para a população, com a Telesp alcançando mais de 15% de penetração enquanto outras só alcançam 3%, aproximadamente;

■ embora a TELEBRÁS gere mais lucros que seus pares privatizados na América Latina, ela também teve as mais baixas margens de fluxo de caixa operacional, as menores margens de lucro líquido e o menor retorno sobre capital próprio.

A principal questão, implícita no objetivo do Governo de expandir e modernizar o setor, é se o Sistema TELEBRÁS pode atender às necessidades atuais e futuras da crescente população brasileira e da rápida expansão da economia. Para garantir que a atual rede da TELEBRÁS atenda às demandas de telecomunicações do século 21, é instrutivo estudar a capacidade da rede em atender aos atuais níveis de demanda, tanto em termos de volume de chamadas quanto de serviços fornecidos.

2.1. Atendimento à demanda

Existe atualmente uma grande demanda não atendida por serviços de telecomunicação no Brasil. A taxa de penetração *per capita* de linhas fixas é inferior a 9% e está dentre as menores da América Latina. Isso nivela o Brasil às nações de mercados emergentes de menor penetração, fora da Ásia. Países como a Turquia atingiram taxas de penetração acima de 18%. Uma taxa de 20% costuma ser aceita como um marco principal no desenvolvimento de uma rede de telecomunicações moderna e completa. Os altos níveis de demanda reprimida no Brasil também são evidenciados pelos longos períodos de espera por uma linha fixa. Esse período de espera, em média, é de um ano, sendo um dos maiores na América Latina. Além disso, estimativas recentes indicaram que a demanda reprimida deve ser de aproximadamente 8 milhões de linhas no final de 1996.

2.2. Qualidade do serviço

Uma vez que o consumidor está conectado à rede, a qualidade do serviço fornecido é um indicador importante do grau de capacidade da rede. Existem diversas medidas de qualidade do serviço, das quais a mais significativa, talvez, sejam as falhas por linha principal. A rede TELEBRÁS no momento não tem bom desempenho em relação a seus pares na América Latina, com uma média de 43 falhas informadas por 100 linhas principais a cada ano. Entre as empresas com ações comercializadas em bolsa na América Latina, apenas o Peru registra uma qualidade mais baixa. Em comparação com as redes asiáticas, o Brasil fornece melhor qualidade de chamadas que a Índia e o Paquistão, mas qualidade inferior a da Indonésia e das Filipinas. Um dos motivos do alto grau de falhas no serviço é a subcapacidade da rede em relação à demanda atual. A UIT estima que a utilização da rede no Brasil seja de, aproximadamente, 92%, uma das maiores taxas no setor de telecomunicações mundial.

Com base no exposto acima, é evidente que a rede brasileira não atende bem à atual demanda, com listas de espera em torno de 12 meses e uma das

mais baixas qualidades de serviço na América Latina. Para determinar se o sistema TELEBRÁS será capaz de atender aos desafios de telecomunicações do futuro, é necessário examinar o nível de modernização da rede e os investimentos necessários.

2.3. Modernização da rede

A taxa de digitalização é um indicador importante da capacidade da rede em ajustar-se às exigências da demanda de serviços previstas para o século 21, como acesso rápido à Internet, transmissão de dados e serviços de vídeo, por exemplo. De acordo com a UIT, as taxas de digitalização no Brasil estão em torno de 35%, uma das mais baixas do mundo. Tanto o México quanto a Argentina alcançaram taxas superiores a 60%, enquanto que o Chile tem uma rede totalmente digital. Na Ásia, todas as operadoras em mercados emergentes têm taxas superiores a 60%. As dimensões continentais do Brasil podem dificultar muito o progresso em direção a uma rede puramente digital, mas o nível de desenvolvimento de rede atual não é suficiente para fornecer a variedade de serviços avançados que serão requeridos no próximo século.

2.4. Atendendo às metas do PASTE

O Programa de Recuperação e Expansão dos Sistemas Postais e Telecomunicações ("PASTE"), lançado em 1995, definiu uma série de metas a serem atingidas pelos serviços de telecomunicações até o ano 2003. O PASTE prevê um crescimento nas linhas fixas em torno de 13% ao ano (1996-2003), o que é aproximadamente o dobro das taxas de crescimento anual, segundo a UIT, das linhas telefônicas fixas no período de 1984-1994. O plano de investimentos previstos pelo PASTE estima que serão necessários aproximadamente R$75 bilhões no período 1995-2003 para implementar as metas definidas. Isso acarreta um investimento anual de cerca de R$ 8.3 bilhões, que é também, aproximadamente, o dobro da taxa anual de investimento dos últimos dois anos. Alcançar as metas do PASTE é um substancial desafio de investimento e operacional para o Sistema TELEBRÁS.

Os Consultores Financeiros acreditam que a rede da TELEBRÁS nas condições atuais vai encontrar dificuldades substanciais para atender às demandas nacionais de telecomunicações do próximo século, com longos períodos de espera, baixas taxas de digitalização e baixas taxas históricas de investimento. Resumindo, o atual Sistema TELEBRÁS é antiquado e incapaz de servir como uma plataforma eficaz para fornecer serviços para o mercado de telecomunicações brasileiro do século 21. Existe, claramente, uma necessidade de modernizar e expandir o sistema de telecomunicações no Brasil, pois sua população e sua economia crescentes continuam avançando para a 'Era da Informação'.

IV Desenvolvimento de estratégias para alcançar os objetivos do Governo

1. Transformação da indústria de telecomunicações através da entrada de parceiros privados no setor

O Governo do Brasil está determinado a reestruturar o setor de telecomunicações para alcançar diversos objetivos, tanto no campo social quanto no setor de telecomunicações. Esses objetivos são a espinha dorsal do processo de privatização e, como tal, devem determinar o melhor método de reestruturação do Sistema TELEBRÁS para o processo de venda. Esta seção descreve os objetivos específicos para o setor de telecomunicações e como eles afetam a seleção da estratégia de privatização.

Os objetivos específicos para o setor de telecomunicações definidos pelo Governo devem facilitar a construção e manutenção de uma rede de telecomunicações do século 21, um sistema que pode ser definido a partir das seguintes características:

- competição ativa e sustentável;
- serviços acessíveis;
- alta penetração;
- estruturas de tarifas competitivas;
- empresas orientadas para atender ao consumidor; e
- ampla gama de serviços avançados de telecomunicações e de valor adicionado.

Alcançadas essas metas, o setor de telecomunicações do século 21 realizará os objetivos sociais do governo de melhoria do bem estar do consumidor e de promoção da expansão econômica. Além disso, as metas específicas para o setor de telecomunicações do Brasil permitirão a melhoria do sistema atual, através do rápido desenvolvimento da rede, e um desenvolvimento mais amplo do setor.

As metas de desenvolvimento da rede incluem o seguinte:

- expansão no número de linhas de acesso;
- modernização (maiores níveis de digitalização, melhor arquitetura de rede);
- maior eficiência (operacional e financeira); e
- difusão de novas tecnologias.

As metas de desenvolvimento do setor incluem o seguinte:

- introdução de competição em todos os serviços;
- criação de empresas de telecomunicações viáveis a partir do antigo Sistema TELEBRÁS;
- atração de experiência operacional internacional;
- ampliação da competitividade internacional; e
- promoção de inovações técnicas em toda a rede.

Fica claro, do escopo da tarefa a ser executada e do exame das metas requeridas pelo PASTE, que não será possível alcançar plenamente esses objetivos apenas pela utilização de fontes domésticas de capital. O investimento requerido para uma rápida ampliação da rede é muito alto e os mercados domésticos de capital não são suficientes para financia-lo. Além disso, a experiência operacional e gerencial necessária para expandir e transformar rapidamente a rede está além dos recursos da atual TELEBRÁS. Assim, para poder alcançar seus objetivos de efetuar essa rápida transformação no setor de telecomunicações brasileiro, o Governo deve buscar atrair operadoras internacionais de alta qualidade. Essas operadoras devem ter as seguintes características:

- grande experiência operacional e gerencial;
- experiência operacional em mercados com redes subdesenvolvidas;
- acesso a amplas fontes de capital de longo prazo; e
- acesso a tecnologias modernas.

Para poder atrair esses tipos de parcerias estratégicas, o Governo deve implementar uma série de estratégias de reestruturação e liberalização atraentes e adotar uma estrutura normativa transparente:

2. Identificação de potenciais parcerias estratégicas

Enquanto existe um número substancial de operadoras de telecomunicações em todo o mundo, o universo de parceiros potenciais de alta qualidade, que poderiam participar da privatização da TELEBRÁS, é bastante limitado. Massa crítica, experiência global, elevadas credenciais em operação e gerenciamento são fatores que limitam o número de candidatos. Além disso, essas empresas de telecomunicações podem estar restritas pelo maior ou menor montante de investimento que estão preparadas a realizar, e também podem estar limitadas pelo perfil da empresa de telecomunicações em que desejam investir. Por exemplo, determinados parceiros potenciais estão principalmente interessados em investir em telefonia interurbana, enquanto outros estão interessados em investir em redes subdesenvolvidas com substanciais requisitos de crescimento.

A identificação desses parceiros estratégicos em potencial deve ser feita, principalmente, com base em três critérios:

- a empresa investiu em empresas de telecomunicações fora do país de origem?

■ a empresa já investiu em empresas de telecomunicações da América Latina ou fez propostas a empresas de telecomunicações da América Latina?

■ a empresa mostrou interesse em investir no setor de telecomunicações do Brasil (Banda B, CRT etc.)?

A tabela a seguir é um resumo desses investidores estratégicos, que os Consultores Financeiros acreditam estejam interessados em participar do processo de privatização da TELEBRÁS. A tabela também fornece uma avaliação das prováveis preferências de investimento de cada empresa, com base nos seguintes critérios:

■ se o potencial investidor deseja ou é capaz de investir mais de US$ 1 bilhão;

■ se o potencial investidor pode estar interessado em investir em serviços locais ou de longa distância;

■ se o potencial investidor pode estar interessado em investir em serviços locais em regiões subdesenvolvidas.

	Investimentos fora do continente	Investimentos na América Latina	Interesse mostrado no Brasil	Pode investir >US$ 1 bilhão	Interesse em telefonia básica mais madura	Interesse em telefonia básica menos desenvolvida	Interesse em serviços de longa distância
Muito interesse							
TISA (Espanha)	■	■	■	■	■	■	■
STET (Itália)	■	■	■	■	■	■	■
France Telecom	■	■	■	■	■	■	■
SBC (E.U.A.)	■	■	■	■	■	■	□
GTE (E.U.A.)	■	■	■	■	■	■	□
Bell South (E.U.A.)	■	■	■	■	■	■	□
Bell Atlantic (E.U.A.)	■	■	■	■	■	■	□
AT & T (E.U.A.)	■	■	■	■	□	□	■
MCI (E.U.A.)	■	■	■	■	□	□	■
Interesse moderado							
Sprint (E.U.A.)	■	□	■	□	□	□	■
Ameritech (E.U.A.)	■	□	■	■	■	□	□
Korea Telecom	■	□	■	■	■	■	□
BCE (Canadá)	■	□	■	■	■	■	□
Deutsche Telekom (Alemanha)	■	□	■	■	■	□	□
US West (E.U.A.)	■	□	■	■	■	□	□
Telia (Suécia)	■	□	■	■	■	□	□
Portugal Telecom	□	□	■	■	■	□	□
Cable & Wireless (Reino Unido)	■	■	■	■	■	■	■
SigaporeTelecom	■	■	□	■	■	□	□

■ *Indica experiência* □ *Indica pouca ou nenhuma experiência*

A análise desses dados acima fornece uma indicação do número de Parceiros Estratégicos em Potencial (PEP) que podem participar do processo de privatização da TELEBRÁS:

Critério	Número estimado de empresas com muito interesse	Número estimado de empresas com interesse moderado
PEP interessados no Brasil	9	10
PEP interessados em redes mais maduras	7	9
PEP interessados em redes menos desenvolvidas	6	3
PEP interessados em investir em longa distância	6	2
PEP que podem investir mais de US$ 1 bilhão	8	8

Baseados nessa análise, os Consultores Financeiros acreditam que aproximadamente seis a oito operadoras globais de telecomunicações provavelmente assumirão papéis de liderança em consórcios visando participar do processo de privatização da TELEBRÁS.

3. Desafios para atrair parceiros estratégicos

O Brasil enfrenta três desafios significativos em sua tentativa de atrair parcerias estratégicas de alta qualidade:

- escala do programa de privatização;
- dimensão das entidades a serem privatizadas; e
- oportunidades de investimento em telecomunicações que competirão com a privatização da TELEBRÁS.

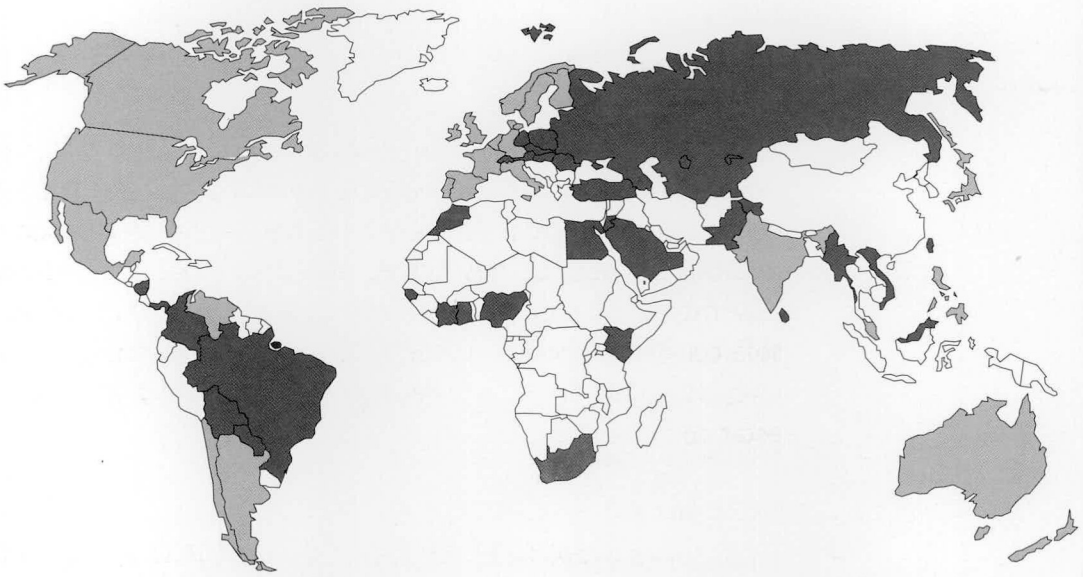
Escala do programa de privatização: A ampla escala do programa brasileiro de privatização e liberalização apresenta grandes desafios. Do ponto de vista de gerenciamento do processo, avançar com a venda de dez licenças de telefonia celular na Banda B junto com a previsão de privatização e reestruturação de 27 operadoras regionais e uma operadora nacional de longa distância, vai requerer um planejamento e coordenação extremamente cuidadosos, para manter o interesse dos compradores potenciais. Se a TELEBRÁS for reestruturada em empresas regionais, e for separada da EMBRATEL, o número total de vendas que deverá ser implementado varia de 13 a 17, incluindo a venda das licenças da Banda B. Atrasos ou problemas podem reduzir o interesse dos potenciais compradores.

Dimensão das entidades a serem privatizadas: A TELEBRÁS é uma das maiores operadoras de telecomunicações do mundo, atendendo a uma das maiores áreas de serviços. Mesmo sendo reestruturada em entidades regionais menores, a dimensão do investimento potencialmente necessário para adquirir uma posição de controle em cada empresa pode ser elevado demais para alguns parceiros potenciais. Como mostra a tabela a seguir, investidores estratégicos fizeram investimentos de US$ 2.900 (Ameritech, TeleDanmark e Singapore Telecom para a Belgacom em 1995) até US$ 115 milhões (KPN e Telia para a Telecom Eireann em 1996). O desafio para o governo brasileiro será privatizar entidades que signifiquem um investimento razoável para os parceiros estratégicos em potencial.

Empresa (País)	Valor da participação adquirida (US$ milhões)	Porcentagem adquirida
Belgacom (Bélgica)	2.900	49,9
Telecom Nova Zelândia	2.460	100,0
Telefonica del Peru	2.002	35,0
CANTV (Venezuela)	1.885	40,0
TelMex (México)	1.758	20,4
SPT (República Tcheca)	1.320	27,0
MATAV (Hungria)	875	30,0
Telefónica Argentina	658	60,0
ENTEL (Bolívia)	610	50,0
Telecom Argentina	562	60,0
CTC (Chile)	392	51,0
Telecom Eireann (Irlanda)	115	20,0

Oportunidades concorrentes: O terceiro desafio para atrair parceiros estratégicos em potencial para o Brasil é a forte competição com outras oportunidades de investimento em telecomunicações para as operadoras internacionais. O setor de telecomunicações mundial está passando por um período de privatização, liberalização e reestruturação. O mapa abaixo mostra o número de vendas potenciais e a abertura de mercados que oferecem essas oportunidades. Áreas em cinza claro indicam mercados liberalizados ou em processo de liberalização. Esses mercados oferecem operadoras de telecomunicações internacionais com opções de investimento como alianças internacionais, vendas de licenças de serviços *wireless* (sem fio) e joint ventures para redes alternativas. As áreas em cinza escuro indicam os mercados onde a operadora nacional de telecomunicações pode ser privatizada. Como se vê, haverá um grande número de vendas ocorrendo durante o período de reestruturação da TELEBRÁS, portanto concorrendo com a sua privatização.

Privatizações e liberalizações previstas 1996-1998



Mercados liberalizados ou em processo de liberalização.
Mercados onde a operadora nacional de telecomunicações pode ser privatizada.

V Seleção de estratégias de liberalização e reestruturação

1. Visão geral

Para alcançar seus objetivos através da privatização do Sistema TELEBRÁS, o Governo deve criar uma série de empresas atraentes a partir da reestruturação da configuração atual das 27 operadoras regionais e da operadora de longa distância, a EMBRATEL. Dados os desafios de atrair parcerias estratégicas de alta qualidade, o Governo também deve implementar uma política de introdução de competição que seja comprovadamente atraente para parceiros estratégicos de qualidade e criar um ambiente plenamente competitivo que maximize a eficiência do mercado e o bem estar do consumidor.

A reorganização dos ativos da TELEBRÁS e a formulação de uma política de competição adequada podem ser implementadas através de duas estratégias interrelacionadas, que devem preceder a privatização:

- **Reestruturação**: Essa estratégia diz respeito à criação do número de entidades a serem privatizadas a partir da estrutura atual do Sistema TELEBRÁS, determinando os serviços a serem prestados por cada entidade, e atribuindo um território de serviço para cada entidade reestruturada.

Como empresa holding, a TELEBRÁS funciona efetivamente como operadora de todos os serviços a nível nacional, consolidando as operações de telefonia local, de longa distância e móvel. A estratégia de reestruturação deve examinar as opções ligadas ao possível desmembramento da empresa holding, o que irá envolver a separação de determinadas entidades e serviços, e o reordenamento das Teles locais em novas empresas. A estratégia também deve

considerar as vantagens dos territórios de serviço nacionais vs. regionais, e examinar os itens concernentes à separação, ou possível integração, dos diversos serviços principais de telefonia.

■ **Liberalização:** Essa estratégia trata do escopo e do momento apropriado para a introdução de competição nos diversos serviços de telecomunicações.

Sob a atual estrutura de monopólio, as Teles regionais têm franquias exclusivas sobre seus territórios de serviço, que são em geral definidos pelas fronteiras estaduais. Essas empresas fornecem serviços de telefonia local e de telefonia móvel, bem como de longa distância dentro dos estados. Nas áreas de provisão de ligações de longa distância interestadual, domésticas e internacionais, a EMBRATEL mantém o direito de fornecer esses serviços com exclusividade. Para poder mover-se em direção a um ambiente competitivo, a estratégia de liberalização deve ser planejada para abrir a competição nos mercados local, de interurbanos domésticos e de ligações internacionais. A liberalização do mercado de telefonia móvel já foi iniciada por intermédio da iniciativa do Governo de licitar concessões de Banda B no início de 1997 para competir com as operadoras existentes na Banda A.

2. Premissas e estrutura analítica

Além dos objetivos do Governo, revistos na Seção II deste Relatório, foram delineadas pelo Ministério das Comunicações algumas diretrizes e definições para o desenvolvimento das estratégias de reestruturação e liberalização. Detalhadas na tabela abaixo, essas diretrizes definem o enfoque das opções potenciais para reestruturação e liberalização. Mas essas diretrizes, identificadas como propostas, e não como decisões, devem ser sujeitas a cuidadosa consideração e avaliação no processo de desenvolvimento da estratégia global do setor.

Diretrizes e definições

Escopo dos serviços de telecomunicações considerados	Para serviços com fio, o enfoque deve ser serviços locais, interurbanos e internacionais Para serviços sem fio, o enfoque deve ser em serviços celulares
Definição de telefonia básica	Serviços de telefonia intra-área tarifária Provedora detém e opera a rede fixa local que liga os clientes às centrais telefônicas Pode, potencialmente, fornecer alguns serviços de interurbano a curta distância, entre áreas tarifárias ou municípios no mesmo estado
Definição de telefonia interurbana	Serviço interurbano interestadual (nacional) Serviço interurbano internacional
Definição de telefonia sem fio	Serviços de telefonia móvel de Banda A e Banda B
Ambiente competitivo	Decisão de alcançar uma indústria de telecomunicações plenamente competitiva no médio prazo Decisão de introduzir competição imediata para telefonia sem fio na Banda B
Parâmetros para reestruturação das telecomunicações básicas	Decisão entre empresa de âmbito nacional e operadoras regionais para os serviços básicos As propostas existentes de regionalização baseiam-se em ligações sócio-econômicas entre estados Proposta para estruturar as regiões de acordo com ligações tecnológicas Proposta para equilibrar as dimensões das infra-estruturas de rede existentes Decisão de que nenhum estado deve ser dividido entre diferentes regiões
Parâmetros para reestruturação das comunicações interurbanas	Proposta para manter a EMBRATEL como provedora de serviços interurbanos
Parâmetros para reestruturação das comunicações móveis	Decisão de venda de dez licenças de serviço celular na Banda B em 1997 Proposta para separar as operações da Banda A

Dados os objetivos do Governo e as diretrizes do Ministério, o Governo deve selecionar uma estratégia de reestruturação e liberalização que permita um processo de privatização bem sucedido e atraia parcerias estratégicas de alta qualidade. O processo de seleção da estratégia adequada deve ser feito à luz da estrutura analítica que busca avaliar os méritos das opções potenciais disponíveis no Governo. Abaixo estão listados seis itens-chave que devem ser considerados na avaliação de uma estratégia de potencial reestruturação ou liberalização do setor de telecomunicações brasileiro:

- A estratégia atende aos objetivos do Governo?

■ Qual a viabilidade da estratégia do ponto de vista legal, financeiro e político?

■ Existem antecedentes internacionais para tal estratégia?

■ Qual é o apelo de marketing para atração de parceiros estratégicos em potencial e/ou investidores financeiros?

■ Quais os efeitos de cada estratégia, do ponto de vista qualitativo, sobre o valor das empresas a serem vendidas?

■ Quais os efeitos da estratégia na escolha do momento certo da privatização?

3. Estratégias de reestruturação

No desenvolvimento de uma estratégia de reestruturação, o Governo deve tratar primeiro da extensão que a reestruturação do Sistema TELEBRÁS deve ter, de modo a lhe permitir alcançar seus objetivos com sucesso. Nessa etapa preliminar, devem ser considerados dois paradigmas básicos:

■ *Paradigma 1:* A TELEBRÁS mantida como única provedora de todos os serviços a nível nacional; e

■ *Paradigma 2:* A TELEBRÁS reestruturada em diversas novas provedoras de serviços, diferenciadas por região e/ou por tipos de serviços.

O primeiro paradigma de reestruturação é, em essência, uma proposta para a consolidação operacional do Sistema TELEBRÁS existente, habilitando-o a prestar todo o espectro de serviços após a privatização. Esse paradigma pode ser evidenciado em muitas das indústrias de telecomunicações privatizadas da Europa, Ásia e América Latina, onde uma única operadora cobre todo o território nacional, prestando todos os serviços, tanto em mercados competitivos quanto em não-competitivos. Esse paradigma deve dar à TELEBRÁS a capacidade de gerar sinergias entre suas plataformas de fornecimento de serviços com fio e sem fio e suas redes local e de longa distância. Ele também tem a virtude de não estabelecer barreiras normativas artificiais em termos de restringir linhas de negócios ou fronteiras territoriais, o que vai contra as tendências de desregulamentação no mercado global de telecomunicações.

Enquanto o Paradigma 1 pode inicialmente parecer interessante sob a perspectiva de eficiência operacional, manter a TELEBRÁS como única entidade nacional de serviços não alcançará a meta de atrair operadoras de alta qualidade e capital suficiente para o desenvolvimento do sistema. É improvável que possa acontecer uma venda a parceiro estratégico de uma empresa tão grande, uma vez que requereria fundos para investimento e recursos de gerenciamento prodigiosos. Além disso, manter a TELEBRÁS como provedora de serviços a nível

nacional criaria impedimentos em larga escala à introdução de competição, pois a força, o escopo, e o domínio sobre o usuário final, por parte da titular nacional seria um grande obstáculo, que dificilmente poderia ser ultrapassado.

Por outro lado, o segundo paradigma propõe reorganizar as empresas operadoras regionais existentes e a provedora de serviços de longa distância em um número de novas entidades que seriam reestruturadas com base em territórios de serviço e conforme os tipos de serviços prestados. A reestruturação dos atuais ativos da TELEBRÁS em diversas empresas operadoras, de menor escala, serviria para criar entidades que poderiam atrair parcerias experientes de alta qualidade e capital de longo prazo. Como estratégia de reestruturação, o Paradigma 2 também poderia fornecer os seguintes benefícios adicionais:

- geração de maiores sinergias operacionais e garantia de economia de escala com entidades menores;

- otimização do enfoque gerencial para fornecer serviços de alta qualidade e desenvolver estratégias voltadas para o cumprimento das metas previstas;

- criação de competidores com alta escala, com credibilidade e suficiente massa crítica para enfrentar novos concorrentes.

As perdas na eficiência operacional e de mercado, criadas pelo estabelecimento de barreiras normativas entre regiões e linhas de negócios, podem ser reduzidas através do desenvolvimento de uma estratégia de liberalização adequada. A política de competição a ser posta em prática poderia permitir que as entidades reestruturadas entrem em outros mercados após um período determinado de tempo.

Dos dois paradigmas básicos para reestruturação da indústria, o Paradigma II parece ser mais adequado ao pleno atendimento dos objetivos do Governo e provavelmente resultará em um processo de privatização muito bem sucedido, capaz de atrair as principais operadoras de telecomunicações internacionais e levantar capital de longo prazo. Os próximos aspectos que devem ser avaliados visando desenvolver os modelos de reestruturação, dizem respeito à definição do escopo dos serviços a serem prestados e os territórios de serviços para cada nova entidade, além do número de entidades a serem criadas.

a) Provisão de serviços

O tema da provisão de serviços concentra-se na criação de operadoras para fornecer exclusivamente (ou alguma combinação de) serviços básicos, de longa distância e serviços móveis. No atual modelo, a TELEBRÁS fornece todos os serviços para a grande maioria da população. Ao desenvolver uma estratégia de reestruturação, o Governo deve determinar se a TELEBRÁS deve ser dividida em novas empresas com base nas linhas de negócios a serem prestados.

Existem no mundo diversos exemplos de definição de entidades de telecomunicações de acordo com os serviços fornecidos. Um dos mais comuns é a definição de provedora de serviços de longa distância, que também pode ser subdividida em classes, constituídas por serviços de longa distância domésticos e internacionais. Em geral, em sistemas federativos com amplos territórios, como os E.U.A., Canadá, Índia e Indonésia, as provedoras de serviços de longa distância têm se desenvolvido como entidades independentes, cuidando do tráfego telefônico de voz e dados, tanto de origem doméstica quanto internacional. Uma segunda, e também comum, definição de linha de negócios, é a da provedora de telefonia móvel. As licenciadas normalmente estão limitadas a fornecer serviços de telefonia móvel, sem fio, que às vezes podem ser integrados com serviços móveis de dados ou paging. Tais provedoras de serviços móveis existem em todos os países que forneceram licenças competitivas de telefonia celular.

No Sistema TELEBRÁS, a provedora nacional de serviços de longa distância, a EMBRATEL, já existe na forma de uma entidade corporativa independente. A EMBRATEL é uma empresa diferente das demais em virtude das características especiais dos seus ativos (tipos de equipamento de rede utilizados) e das especificidades dos seus fluxos de tráfego. Assim, é possível vislumbrar a separação da EMBRATEL da TELEBRÁS, criando uma nova empresa nacional de telecomunicações. Os itens que restam a ser tratados são se a EMBRATEL deve ser forçada a separar seus negócios domésticos dos internacionais e se deve-se permitir a expansão da EMBRATEL para outras áreas, como telefonia básica e móvel. Outros aspectos delicados surgem quando se observa a atual definição de serviços de longa distância domésticos, dos quais os intra-estaduais são fornecidos pelas 27 Teles regionais. Após a privatização da EMBRATEL, deve ser implementado um sistema de cobrança de acesso para definir o relacionamento de custos entre a EMBRATEL e as Teles regionais.

A decisão de criar entidades de telefonia móvel independentes já foi tomada quando o Governo decidiu licitar diversas concessões de telefonia celular na Banda B. Mas cada uma das 27 Teles também opera um serviço de telefonia móvel (celular de Banda A). A decisão do Governo com respeito à Banda A deve concentrar-se em se as Teles reestruturadas poderão operar o serviço móvel o se as operações existentes na Banda A devem ser separadas, criando até 27 novas empresas de telecomunicações móveis.

b) Território de serviços

Os itens ligados à decisão de reestruturar a TELEBRÁS com base em critérios geográficos são muito complexos, pois envolvem a determinação do número e da configuração dos territórios de serviços para as novas entidades formadas. O ponto inicial a considerar na reestruturação dos ativos da TELEBRÁS em territórios geográficos é a decisão entre uma estrutura nacional ou regional. Mas é importante destacar que a estrutura geográfica depende do tipo de serviço fornecido. Uma empresa de longa distância, como a EMBRATEL, seria melhor servida com uma área de cobertura nacional, em vez de regional. Isso se

deve às menores barreiras de entrada para os serviços de longa distância, maiores economias de escala e maior apelo ao investidor. Por outro lado, as provedoras de telefonia básica devem ser reestruturadas em bases regionais. Uma estrutura regionalizada para telefonia básica é adequada em função dos grandes custos de investimento na rede, da maior capacidade de atrair parceiros estratégicos de alta qualidade e da capacidade de estabelecer uma estrutura competitiva viável.

c) Número de regiões

A reestruturação das empresas de telefonia básica em uma base regional requer que o número de regiões e, consequentemente, o número de operadoras, seja determinado. Esse processo deve ser guiado por dois importantes conjuntos de princípios gerais:

- equilibrar o número de entidades a serem vendidas, com o apetite potencial de parceiros estratégicos de alta qualidade; e

- criar territórios de serviços atraentes para parceiros estratégicos de alta qualidade.

Como demonstrado pela análise resumida na Seção IV deste Relatório, existe um número limitado de operadoras de telecomunicações de primeira linha, que estariam potencialmente interessadas em formar consórcios para participar da privatização do Sistema TELEBRÁS. Além disso, essas parceiras potenciais terão diversas oportunidades de investimento em todo o mundo. que estarão competindo com a privatização das telecomunicações brasileiras. Com base em uma estimativa conservadora de que aproximadamente seis a oito parceiros de alta qualidade estariam fortemente interessados em fazer investimentos nas entidades da TELEBRÁS reestruturada, o número de operadoras básicas regionais deve ser limitado a não mais de cinco. Um maior número de oportunidades potenciais não só reduzirá as tensões da demanda durante o processo de vendas (resultando em ofertas potencialmente menores), como poderá resultar na não venda de algumas operadoras regionais ou na venda para grupos relativamente mais fracos.

A título de exemplo, pode-se mencionar que a monolítica AT&T criou sete empresas holding regionais durante sua divisão em 1984, porém essas empresas atendiam a quase o dobro da população brasileira, e eram entidades operando em um mercado altamente desenvolvido. Na privatização das telecomunicações na Índia, o Governo criou 18 regiões, o que foi um exagero, como demonstrou o fracasso do processo de privatização. Apenas nove foram vendidas na oferta inicial, e duas permaneceram não vendidas, mesmo após a segunda rodada. O excessivo número de regiões quando comparado ao número de compradores em potencial resultou na entrega de determinadas regiões a um consórcio formado por outras operadoras, e não pelas operadoras internacionais de alta qualidade.

Se por um lado a criação de muitos territórios de serviços ameaça o sucesso do processo de privatização, por outro lado a formação de poucos territórios violaria o segundo princípio geral descrito anteriormente. Territórios de dimensões muito grandes, como 50% da população ou da área geográfica, são menos atraentes simplesmente por exigirem um investimento muito alto ou por serem de difícil gerenciamento. Da mesma forma que o argumento contra um território nacional para provedoras de telefonia básica, a reestruturação da TELEBRÁS em uma ou duas entidades iria criar empresas de tamanho exagerado. A Argentina foi reestruturada em duas operadoras de telecomunicações gerenciáveis, mas sua população é um quarto da brasileira e a área geográfica também é muito inferior.

Os Consultores Financeiros acreditam que poderiam ser estruturadas de três a cinco empresas regionais de telefonia básica, atraentes para parceiros estratégicos de alta qualidade, com uma base operacional gerenciável tanto em termos do território de serviços quanto ao investimento total requerido.

d) Configuração de regiões

Uma vez determinado o número de regiões, o Governo deve determinar a sua configuração geográfica. Como existem infinitas possibilidades do redesenho do mapa de territórios de serviços no Brasil, determinados princípios-guia devem ser adotados para restringir o número de configurações:

- manutenção das fronteiras estaduais para minimizar o rompimento das redes das Teles existentes; e

- manutenção da contigüidade geográfica das regiões.

Dada a decisão do Governo de leiloar as licenças da Banda B, os Consultores Financeiros também buscaram manter a conformidade territorial com as regiões pré-determinadas para a Banda B, para que nenhuma concessão na Banda B seja dividida entre dois diferentes reagrupamentos regionais. Isso foi feito para permitir flexibilidade para o Governo com respeito a:

(i) definição de políticas normativas e de competição regionais; e

(ii) sua estratégia para privatizar as Teles que detêm as concessões da Banda A.

De acordo com esses princípios, os Consultores Financeiros criaram um modelo de regionalização que serviu para consolidar os dados financeiros e operacionais históricos das Teles individuais em diversos reagrupamentos regionais. Foram analisadas diversas configurações, utilizando três, quatro e cinco regiões. Como resultou um grande número de permutações dessa análise, foram criados cenários para tentar otimizar as regiões de acordo com determinadas variáveis. A lista a seguir é um resumo das diferentes variáveis consideradas:

- dimensão da rede;
- grau de demanda reprimida;
- prevalência de populações urbanas; e
- nível de crescimento econômico e desenvolvimento de cada região.

Os modelos finais que foram adotados para consideração tentaram criar territórios de serviços que observassem— até onde possível — ligações sócio-econômicas, que tivessem uma morfologia geográfica logicamente configurada, e que alcançassem uma uniformidade aproximada de níveis de desenvolvimento e potencial de demanda. As três configurações adotadas para três, quatro e cinco regiões são mostradas no Anexo A, junto com a faixa de cenários testados. Os Consultores Financeiros entendem que será necessário refinar os modelos de configuração regional visando levar em conta os fluxos de tráfego regional e as sinergias da rede, o que requer estudos além do escopo deste Relatório.

4. Estratégias de liberalização

Como o Governo tomou a decisão de introduzir competição em todos os serviços de telecomunicações, a manutenção da previsão de monopólio em qualquer serviço a longo prazo não pode ser vista como uma estratégia viável. A decisão política exigindo plena liberalização irá criar o ambiente apropriado para transformar o sistema de telecomunicações brasileiro em uma rede compatível com os desafios do século XXI. Alguns benefícios da liberalização estão listados a seguir:

- alocação mais eficaz dos recursos econômicos;
- maximização do bem estar do consumidor;
- ajuste forçado de custos e preços;
- aumento da eficiência operacional da empresa; e
- acompanhamento da tendência no mercado global de telecomunicações.

Enquanto a liberalização plena é uma meta política desejável para o setor, a remoção imediata do manto protetor em recém criadas entidades de telecomunicações terá efeitos adversos significativos sobre a participação de mercado das empresas, sua lucratividade, estratégias de investimento e planos de expansão da rede. Para poder estimular a viabilidade das empresas privatizadas a longo prazo, e para criar uma competição efetiva entre as antigas e as novas empresas, um curto período de ajuste será necessário para que elas passem pelo processo de transformação de entidades protegidas do setor público em empresas privadas plenamente competitivas.

Além disso, a atração de parceiros estratégicos de alta qualidade dependerá da possibilidade das novas empresas disporem de um período de tempo para se ajustarem a um ambiente competitivo. Esse período de ajuste será requerido pelos novos parceiros pelas seguintes razões:

■ implementação de reorganização operacional, como resultado da reestruturação legal de diversas Teles em empresas regionais;

■ integração dos parceiros estratégicos às características brasileiras de gerenciamento, estrutura operacional e mercado;

■ transformação da cultura da empresa para que seja focada no cliente; e

■ período de estabilidade do fluxo de caixa para atender aos objetivos do Governo de expansão da rede.

Apesar do fato de que as novas empresas a entrar no mercado necessitarão de tempo para adquirir uma licença e desenvolver uma rede antes de poder oferecer serviços competitivos, os parceiros estratégicos interessados na privatização do Sistema TELEBRÁS irão requerer a certeza de uma proteção temporária, especialmente porque o mercado brasileiro oferece riscos políticos, sob a ótica da operadora estrangeira. Além disso, muitas das privatizações futuras de telecomunicações — que serão vistas como oportunidades concorrentes por investidores em potencial — deverão ter períodos de proteção.

A tabela a seguir fornece exemplos dos regimes competitivos de algumas privatizações anteriores:

Comparação entre regimes de competição

Anos de proteção garantidos à operadora antiga

País	Rede Local	Interurbano	Sem fio
Argentina	7 (opção para 10 anos)	7 (opção para 10 anos)	7 (opção para 10 anos)
Chile	10	10	10
Grécia	2003 é o prazo final para todos os países da UE liberarem seus mercados de telecomunicações		
Indonésia	10	15	10
Irlanda	2003 é o prazo final para todos os países da UE liberarem seus mercados de telecomunicações		
Malásia	7	0	0
Peru	5	5	0
Portugal	8	8	0
Singapura	8	8	8
Venezuela	9	9	2

Dado o objetivo final de alcançar uma competição plena e sustentável em todos os serviços e a necessidade de fornecer um curto período de ajuste para as novas empresas, o Governo deve adotar uma política de introdução de competição gradual, onde a liberalização ocorra em vários serviços durante diversos períodos de tempo. A telefonia móvel, por exemplo, será aberta à competição no início de 1997, mas a competição em serviços locais e de longa distância deveria ser retardada, pelo menos até a privatização. Tal política gradual permitirá ao Governo criar políticas diferenciadas de competição para cada território de serviços e também fornecer incentivos para implantação da rede em áreas menos desenvolvidas.

5. Reestruturação e liberalização da telefonia básica

A EMBRATEL, como provedora de serviços de longa distância nacional e internacional, pode ser completamente separada da TELEBRÁS, que poderá ficar com os serviços básicos e a Banda A da telefonia móvel. A TELEBRÁS reestruturada poderá, então, ser dividida em operadoras regionais, fornecendo os serviços básico e móvel, ou em operadoras separadas de básico e móvel, fornecendo serviços em âmbito nacional ou regional.

Ao desenvolver estratégias para telefonia básica, o Governo deve avaliar as seguintes principais opções de políticas:

- as entidades de telefonia básica a ser formadas devem ser excluídas de participar na provisão de outros tipos de serviços, como móvel ou de longa distância?

- as entidades de telefonia básica a ser formadas devem ter território de serviços nacional ou regional?

- Como as perspectivas de competição vão afetar as entidades de telefonia básica?

Avaliação de opções para a telefonia básica

	Território de serviços	Provisão de serviços	Competição
Antecedentes	■ Os serviços de telefonia básica são fornecidos regionalmente, e não nacionalmente, apenas na Índia, nos Estados Unidos, Canadá, Chile, Argentina e no Reino Unido	■ Não há precedentes para a privatização de provedores locais limitados a serviços de telefonia básica ■ Apenas na Índia e na Tailândia licenças de telefonia local básica foram oferecidas para venda ■ Em toda privatização de provedoras de serviço local, as empresas também puderam oferecer serviços de longa distância e/ou telefonia móvel	■ A competição no serviço básico local existe ao menos em cinco países: Índia, Estados Unidos, Chile, México e Reino Unido
Atratividade ao mercado	■ A provedora de telefonia básica nacional pode ser muito grande para interessar à maioria dos investidores estratégicos, enquanto que uma operadora regional, menor, pode ser mais atraente ■ As disparidades regionais podem fazer com que determinadas regiões sejam mais atraentes ao investidor que outras, mas podem ser adotadas estruturas normativas para compensar essas diferenças	■ Provedoras apenas de telefonia básica geralmente são menos atraentes para os investidores em relação às provedoras de serviços diversificados, pois seu potencial de crescimento e diversificação de mercado são menores ■ Em mercados com redes subdesenvolvidas, a atração das provedoras de telefonia básica local é um pouco maior, dado o crescimento potencial para satisfazer à demanda reprimida	■ Investidores estratégicos preferem operar em um ambiente estável por um período inicial, para concentrar seus recursos gerenciais na preparação da empresa adquirida para enfrentar os desafios da competição ■ Efeito negativo da introdução imediata de competição sobre o interesse de investidores na provedora local se ela representar ameaça iminente às tarifas e à fatia de mercado ■ A introdução de competição pela concessão de novas licenças afetará negativamente a atração do investidor em menor grau, pois será necessário mais tempo para a concorrência desenvolver suas operações, e conquistar sua participação no mercado
Valor	■ É possível que o Governo não consiga prêmio na venda da empresa nacional se ela não for feita a parceiros estratégicos que adquiram o controle ■ As disparidades regionais em termos de potencial de clientes e maturidade da rede irão afetar significativamente o valor de entidades regionais	■ Devido à inexistência de empresas com ações em Bolsa e de vendas anteriores para comparação, é difícil esboçar avaliações precisas sobre empresas de telefonia local "puras". ■ Os investidores irão depreciar o valor de uma provedora local "pura" se ela não puder oferecer serviços adicionais	■ Geralmente, a competição terá um impacto negativo nas avaliações de provedoras de serviços locais "puros" pois representam uma ameaça ao potencial de crescimento das receitas da provedora devido a reduções potenciais de tarifa e da perda potencial na participação no mercado
Tempo	■ A reorganização territorial do Sistema TELEBRÁS envolve um processo legal complexo e demorado	■ A separação dos negócios da TELEBRÁS pode retardar ainda mais o processo de privatização	■ Indiferente

Recomendações para telefonia básica

Provisão de serviços — criação de operadoras básicas puras

■ há poucos antecedentes para a privatização de provedores de serviços de telefonia básica "pura";

■ os investidores entendem que as oportunidades de crescimento futuro para esses serviços são limitadas e potencialmente ameaçadas pela evolução tecnológica;

■ o interesse dos investidores pode ser inibido caso não tenham a oportunidade de participar da telefonia móvel, que é um setor de grande crescimento;

■ as operadoras de telefonia básica devem poder fornecer serviços adicionais após algum período de tempo.

Território de serviços — regional vs. nacional

■ existem precedentes bem sucedidos de serviço básico regionalizado nos E.U.A. e Canadá;

■ a regionalização terá um impacto positivo na atração de provedoras de serviço básico de alta qualidade;

■ as disparidades regionais podem criar diferenças significativas de valor entre empresas regionais;

■ a reestruturação regional enfrentará condicionamentos significativos do ponto de vista da forma e do tempo necessário à implementação da privatização.

Competição — efeitos

■ uma provedora de serviços básicos nacional inicialmente limitará a competição efetiva devido ao seu domínio do mercado de usuários finais;

■ uma provedora de serviços básicos nacional requererá investimentos iniciais e posteriores muito substanciais que podem inibir a atração de parceiros operacionais estratégicos internacionais de alta qualidade;

■ a regionalização ajudará no desenvolvimento da competição efetiva através da formação de grandes e múltiplas operadoras;

■ a introdução da competição deveria ser retardada para permitir um período de estabilidade, porém esse período deve variar de acordo com as características das empresas regionais.

6. Serviços de telefonia de longa distância

Admitindo que a EMBRATEL seja separada do Sistema TELEBRÁS, o Governo deve avaliar as seguintes principais opções de políticas para desenvolver estratégias para a telefonia de longa distância:

- devem ser separados os serviços doméstico e internacional da EMBRATEL?
- a EMBRATEL deve poder fornecer outros serviços de telefonia, como básico ou móvel?
- a competição com a EMBRATEL deve ser imediata ou gradual?

Avaliação das opções para a telefonia de longa distância

	Território de serviços	Provisão de serviços	Competição
Antecedentes	■ Dada a natureza dos serviços de interurbano, todas as licenças para telefonia de longa distância são em base nacional ■ A única distinção feita em determinados países é entre uma licença nacional doméstica e uma licença internacional	■ Na maioria dos países, a estrutura da provedora de serviços nacional ou o ambiente regulatório permitiu a integração de serviços locais e de longa distância ■ Apenas em poucos países é ainda mantida a separação entre serviços locais e de interurbano	■ Muitos precedentes de liberalização da competição em longa distância ■ Impacto demonstrado nas cotas de mercado e na redução das tarifas
Atratividade ao mercado	■ Como a regra são as empresas de longa distância nacionais, empresas regionais de longa distância provavelmente serão menos atraentes aos investidores estratégicos	■ Devido ao impacto negativo da competição na atratividade a investidores de operadoras de longa distân-cia, a capacidade de forne-cer outros serviços pode servir para aumentar sua atratividade, pois a operadora terá o potencial de obter receitas adicionais para compensar a menor receita dos serviços de longa distância	■ A introdução gradual da competição terá maior atração para os investidores do que a competição imediata ■ Diversas formas de proteção, incluindo tarifas fixas e cotas de mercado limitadas ■ A competição imediata exacerbará as preocupações dos investidores quanto a guerras de tarifas e perda de participação de mercado
Valor	■ As operadoras regionais de interurbanos são propensas a sofrer perda de valor devido às limitações impostas à sua capacidade de capturar cotas de mercado	■ Os investidores tenderão a valorizar mais as provedoras de interurbano se elas puderem fornecer serviços adicionais	■ A competição gradual implicará para a EMBRATEL um valor maior do que a competição imediata
Tempo	■ A divisão da operadora de interurbanos, a EMBRATEL, em entidades regionalizadas, demorará mais tempo	■ A separação dos negócios de longa distância da EMBRATEL pode retardar mais o processo de privatização ■ A integração de serviços futuros não causará atrasos no processo	■ Os cenários de competição gradual e imediata exigem o estabelecimento de uma estrutura normativa que trate da definição de tarifas, das taxas de interconexão etc., que terão de ser desenvolvidas antes de qualquer processo de privatização

a) Recomendações para telefonia de longa distância

Território de serviços

■ a EMBRATEL deve ser mantida como provedora nacional de serviços, para fornecê-los com o maior mercado potencial, e com a capacidade de gerar economias de escala com uma rede nacional.

Provisão de serviços

■ os serviços de longa distância não devem ser separados em doméstico e internacional, dados os desafios altamente competitivos a serem enfrentados pela EMBRATEL, às economias de escopo geradas pela combinação dos dois serviços, e às ineficiências que serão geradas pela separação dos negócios;

■ as provedoras de longa distância devem poder fornecer serviços adicionais após um período inicial de tempo, para criação de fontes adicionais de receita como compensação contra a forte competição.

Competição

■ excluir as operadoras de telefonia básica do fornecimento de telefonia de longa distância, ou dar à EMBRATEL determinadas proteções contra a competição das operadoras de telefonia local, será benéfico ao processo de privatização da EMBRATEL, devido às vantagens competitivas que as operadoras locais dominantes têm sobre as provedoras de longa distância "puras";

■ a competição gradual contribuirá para maximizar o valor da EMBRATEL, em virtude da grande sensibilidade das empresas de longa distância à introdução de competição;

■ a EMBRATEL deve ficar livre de competição durante um período de tempo apropriado, para que possa desenvolver atividades comerciais atualmente fornecidas pelas Teles.

7. Serviços de telefonia móvel

Como o Ministério já tomou a decisão de liberalizar o setor de telefonia móvel no Brasil, a principal questão a ser analisada diz respeito à separação dos serviços móveis de Banda A das provedoras de serviço básico .

Avaliação de opções para telefonia móvel

	Retenção da Banda A Móvel	Separação da Banda A Móvel
Antecedentes	■ Na maioria das estruturas de mercado, a telefonia móvel é combinada com a telefonia fixa	■ Apenas na Grécia, Índia e Paquistão as provedoras de telefonia fixa foram inicialmente excluídas da telefonia móvel
Atratividade ao mercado	■ A combinação de telefonia básica e móvel fornecida por uma única empresa é familiar aos investidores ■ Costuma atrair um bom número de interessados, pois garante um perfil de receitas estáveis (telefonia fixa) e um segmento de mercado de alto crescimento	■ Com as 10 licenças de Banda B já vendidas, algumas regiões subdesenvolvidas podem não ser capazes de sustentar com lucro uma segunda licença independente ■ Os detentores de licenças da Banda B estarão em posição de adquirir apenas as concessões da Banda A mais atraentes, deixando algumas concessões potencialmente sem compradores
Valor	■ As sinergias potenciais entre serviços fixos e móveis podem encorajar os investidores a pagar um prêmio extra por empresas que combinem os dois serviços	■ O aumento da oferta de ativos de telecomunicações para venda pode reduzir a tensão de demanda e provocar redução no valor das empresas
Tempo	■ Os problemas de reestruturação são limitados pois as concessões da Banda A já estão fundidas com as Teles	■ Separar as concessões da Banda A das Teles terá implicações negativas sob o período necessário a venda ■ A venda de 10 novas empresas (de Banda A) pode ter implicações negativas no tempo necessário para a venda das empresas de telefonia básica

a) Recomendações para telefonia móvel

Embora as operações de Banda A das Teles possam ser vendidas separadamente de seus negócios de serviço básico, na maioria das condições de mercado a abordagem preferida seria vender o serviço básico e a Banda A juntos. Assim, o fornecimento de ativos de telecomunicações será gerenciável e o mix diversificado de operações será atraente, garantindo maior grau de interesse dos investidores potenciais e um conjunto de parceiros estratégicos de qualidade que estariam interessados para participar. Essa abordagem deve aumentar o valor a ser arrecadado pelo Governo e viabilizar uma competição efetiva e sustentável.

Não obstante, o Governo deve manter a flexibilidade de vender as operações de Banda A separadamente dos negócios de serviço básico. Essa flexibilidade permitirá determinar a estratégia ótima de privatização, antes do momento da venda — uma consideração importante devido às rápidas mudanças que ocorrem nos mercados globais de ativos de telecomunicações.

VI Seleção de uma estrutura legal para a privatização

1. Visão geral

Após a seleção de uma estratégia de reestruturação e liberalização, o Ministério deve criar as bases para a execução do processo, através da seleção de uma estrutura de privatização. Enquanto as duas estratégias anteriores requerem a reestruturação da indústria, a seleção de uma estrutura de privatização está vinculada a uma reestruturação legal, que deve ocorrer antes da execução da venda. Como primeira etapa no desenvolvimento da estrutura de privatização, o Ministério deve identificar as entidades a serem vendidas e responder aos seguintes itens:

- como a EMBRATEL e a TELEBRÁS serão separadas?

- a TELEBRÁS deve vender a EMBRATEL ou distribuir ações da EMBRATEL aos acionistas da TELEBRÁS, permitindo ao Governo vender sua parte na EMBRATEL?

- a privatização envolverá a venda da parte do Governo na empresa holding TELEBRÁS ou a participação desta em cada uma das empresas componentes do sistema TELEBRÁS?

- as ações das empresas de telefonia local devem ser vendidas separadamente ou através da venda de empresas holding regionais?

Após identificar as entidades a serem vendidas, a estrutura de privatização também deve tratar das etapas intermediárias necessárias para efetivar essas vendas. Tais etapas devem incluir a criação das entidades legais a serem vendidas e a separação das diversas entidades do Sistema TELEBRÁS (por cisão, ou por distribuição pro-rata aos acionistas da TELEBRÁS). A estrutura de privatização também deve incluir o tratamento dos diversos detentores de participações (stakeholders) nas entidades a serem vendidas, incluindo investidores minoritários, detentores de ADR e credores. E, o mais relevante para a TELEBRÁS, a estrutura de privatização deve se preparar para o eventual exercício dos direitos dos investidores minoritários e determinar como tratar os investidores minoritários que não têm ou não venham a exercer esses direitos. Finalmente, a estrutura também deve identificar a sequência e o tempo das diversas vendas a serem realizadas durante o processo de privatização.

Para poder selecionar uma estrutura de privatização que melhor atenda aos objetivos do Governo, o processo de estrutura de vendas deve ser avaliado à luz desses objetivos, com a adoção de uma estrutura analítica para avaliar as diversas opções. Essa estrutura consiste de três itens principais:

- restrições legais;
- efeitos no mercado; e
- requisitos de tempo.

2. Restrições legais

Dos diversos itens que afetam a seleção de uma estrutura de vendas, os itens relativos às restrições legais estão entre os mais importantes a serem considerados. Enquanto as considerações sobre marketing e tempo influenciam a escolha das estruturas de privatização preferidas, as restrições legais afetam a viabilidade do processo de privatização. Como um exame completo dos itens legais envolvidos no processo de privatização vai além do escopo desse Relatório, esta seção trata de determinados itens legais que terão considerável influência na seleção e implementação de uma estrutura de vendas. O exame e a avaliação desses itens foram baseados nas orientações recebidas do escritório de advocacia Motta, Fernandes Rocha e Associados.

2.1. Tratamento dos acionistas minoritários

Os direitos dos acionistas minoritários representam a principal restrição legal sobre o desenvolvimento e a implementação da estrutura de privatização para a TELEBRÁS, que tem uma estrutura de capital muito complexa, incluindo acionistas minoritários na TELEBRÁS, na EMBRATEL e nas 27 Teles. De acordo com a legislação brasileira, os investidores minoritários têm determinados direitos que, se acionados e exercidos, complicarão substancialmente e atrasarão o processo de privatização. O primeiro desses direitos, o "*direito de recesso*", dá aos investidores minoritários o direito de revender suas ações para a empresa pelo valor patrimonial (registrado no balanço) em determinados casos. O segundo desses direitos, a "*oferta pública,*" é aplicável quando o controle de uma empresa de capital aberto é vendido e permite aos acionistas minoritários ordinários vender suas ações ordinárias ao comprador pelo mesmo preço pago pelo comprador à antiga controladora do capital acionário. O Congresso Brasileiro está, no momento, considerando uma proposta de revisão da lei das Sociedades Anônimas (Projeto de Lei 1564) apresentada pelo Ministro do Planejamento, Sr. Antonio Kandir, que busca rever alguns desses direitos dos investidores minoritários.

a) Direito de recesso

O *direito de recesso*, ou direito de retirada, dá aos investidores minoritários o direito de resgatar sua participação quando acontece uma mudança material relevante na empresa. Nesse contexto, essa mudança, geralmente, inclui (i) fusão da empresa com outra (ii) cisão da empresa (divisão da empresa em várias empresas) ou (iii) venda dos ativos principais da empresa, que altere sua natureza. Se esse direito for exercido, os investidores minoritários podem requerer que a empresa recompre suas ações pelo valor patrimonial na data da publicação do balanço mais recente (como aprovado em assembléia geral). Os investidores minoritários têm 30 dias, a partir da publicação do aviso da transação, para exercer seu direito de recesso. Para determinar o valor patrimonial por ação, os investidores minoritários podem requerer que o balanço patrimonial mais recente preceda a data de venda por não mais de 60 dias.

O *direito de recesso* apresenta implicações importantes para o desenvolvimento de uma estrutura de privatização para a TELEBRÁS, porque o processo de privatização envolve um risco substancial de provocar o *direito de recesso* para os investidores minoritários. O exercício desse direito pode ser provocado por diversas das transações contempladas no decorrer do processo, tais como:

- separação da EMBRATEL por venda;
- separação da EMBRATEL por cisão da TELEBRÁS; ou
- criação das regiões por cisão.

É importante notar todavia que a separação da EMBRATEL por meio de uma distribuição pro-rata das ações para os acionistas da TELEBRÁS, bem como a distribuição pro-rata de ações das Teles individuais ou das novas empresas regionais não provocaria o *direito de recesso*.

Se o *direito de recesso* for provocado para os acionistas minoritários na TELEBRÁS, eles terão o direito de forçar a empresa a comprar suas ações pelo valor patrimonial. Dada a obrigação potencial de um grande pagamento que a TELEBRÁS poderia enfrentar, tal acontecimento ameaçaria o processo de venda podendo resultar em substanciais atrasos.

O *direito de recesso* também aplica-se aos acionistas minoritários das 27 Teles, o que afeta a construção das estratégias de reestruturação regionais. A fusão ou a consolidação forçada (por "*incorporação*") das Teles para criar empresas operadoras regionais provocaria o *direito de recesso* para os investidores minoritários em cada uma das empresas a serem absorvidas. O exercício desses direitos envolveria um custo financeiro substancial e atrasos significativos. Mas o Governo pode evitar o *direito de recesso* com respeito às Teles simplesmente retendo esses investidores minoritários na estrutura de capital das Teles, em vez de fundir as Teles ou forçar a consolidação.

b) Oferta pública - o direito a uma oferta pública

Oferta pública, ou o direito a uma oferta pública, aplica-se quando é vendido o controle de uma empresa de capital aberto. A *oferta pública* permite aos acionistas minoritários ordinários vender suas ações ao comprador do controle pelo mesmo preço por ação pago à controladora do capital acionário. Uma empresa é considerada de capital aberto se for registrada na CVM e tiver suas ações negociadas em bolsa. Nesse contexto, a venda do controle incluiu a venda do controle indireto, e assim a venda do controle de uma empresa holding resulta na venda do controle de cada subsidiária controlada por essa empresa. Além disso, a venda do controle também inclui a venda do "controle efetivo," não apenas do controle acionário majoritário. Isso, essencialmente, elimina a capacidade de estruturar uma venda onde o comprador adquira menos do que o controle acionário, mas obtenha controle operacional, seja em virtude da dimensão de sua participação ou por um acordo de acionistas, ou através de um contrato de gestão.

A oferta pública apresenta implicações importantes para o desenvolvimento de uma estrutura de venda de privatização. *Oferta pública* aplica-se aos investidores minori-tários na TELEBRÁS e ao menos a nove Teles de capital aberto.[1] Numa estratégia de regionalização, a venda pelo governo do controle nas empresas holding regionais ou nas Teles provocará a *oferta pública* para os investidores minoritários, tanto das empresas holding quanto das nove Teles de capital aberto.

A necessidade de uma *oferta pública* criaria atrasos e complicações substanciais ao processo de privatização. Ela seria exercida se o preço pago pelo comprador do controle excedesse o preço de mercado atual das ações. Devido ao "premium" de controle tipicamente associado a uma venda estratégica, o preço pago excederá o preço de mercado na maioria dos casos. O exercício desses direitos vai requerer uma avalia-ção do "preço" pago para compra do controle, para cada Tele com ações negociadas em bolsa. Como o comprador só estará comprando participações indiretas nessas empresas, será difícil determinar o preço real pago pelo controle em cada Tele, gerando a possibilidade de ocorrerem longos atrasos e disputas.

O exercício desses direitos poderá requerer que um comprador do controle adquira mais ações da empresa do que ele desejaria, ou que o Governo venda um número de ações menor que o desejado. O precedente da Light poderia ser adotado para tratar desse problema, assumindo que apenas uma parcela dos investidores minoritários exerceria tal direito. Esse precedente ocorreu na privatização da Light, uma empresa de distribuição de energia elétrica no Rio de Janeiro, onde o Governo buscou vender o controle da empresa. Semelhante à situação na TELEBRÁS, a venda do controle provocaria a *oferta pública* para os acionistas minoritários da Light. Para

[1] São elas: CTBC, CTMR, Telesp, Telerj, Telepar, Telebahia, Telemig, Telest e Telebrasília.

reduzir o problema, o Governo solicitou que investidores minoritários anunciassem suas intenções de exercício do direito em uma data especificada, sem o que estariam abrindo mão do seu direito. Assim, o Governo foi capaz de antecipar a porcentagem de ações ordinárias da Light que seriam vendidas pelos acionistas minoritários e pôde ajustar a porcentagem da Light que foi vendida, para satisfação de ambas as partes.

c) Projeto de Lei 1564

Muitos dos impedimentos postos pelos direitos dos acionistas minoritários descritos anteriormente seriam eliminados de acordo com a proposta que está sendo examinada pelo Congresso Nacional (Projeto de Lei 1564) que busca limitar, *inter alia*, o *direito de recesso* e eliminar a *oferta pública*. De acordo com o projeto, o *direito de recesso* não existirá em caso de cisão.

Se aprovado, o Projeto de Lei 1564 permitirá a implementação das etapas da privatização sem o risco de provocar esses direitos dos acionistas minoritários. Consequentemente, o Projeto de Lei 1564 daria ao Governo muito mais liberdade para delimitar a estrutura ótima de vendas da privatização.

Resumo dos direitos dos investidores minoritários

Direito	Descrição	Unidades Afetadas da TELEBRÁS	Impacto do Projeto de Lei 1564
Direito de recesso	Direito de retirada pelo valor patrimonial na ocorrência de determinados eventos que alterem materialmente a natureza da empresa	■ TELEBRÁS ■ EMBRATEL ■ 27 Teles	Elimina esse direito em caso de cisão
Oferta pública	Direito de vender ao comprador do controle pelo mesmo preço pago pelo comprador à antiga controladora do capital acionário	■ TELEBRÁS ■ Teles de capital aberto	Elimina esse direito para todas as empresas

2.2. Alocação de passivos

A privatização da TELEBRÁS envolverá, inevitavelmente, a separação de alguma parte dos ativos existentes da estrutura corporativa da TELEBRÁS. Isso resulta em implicações materiais para os diversos credores da TELEBRÁS, incluindo empréstimos bancários, detentores de títulos e garantias, fornecedores e pensionistas. Os direitos dos credores relativos à venda de ativos não é um problema legal em si, mas um problema contratual. A natureza dos problemas depende dos termos e condições de cada empréstimo/contrato de

crédito. Antes da privatização da TELEBRÁS poder progredir, devem ser atendidos os direitos desses diversos credores. A TELEBRÁS terá de negociar com cada um deles, com base no respectivo contrato.

Cada um dos modelos de reestruturação em consideração requer que determinados ativos da TELEBRÁS sejam separados da empresa holding TELEBRÁS. Por exemplo, o modelo de reestruturação regional envolve a separação da EMBRATEL da TELEBRÁS e a separação das Teles da TELEBRÁS, através de dissolução ou divisão da TELEBRÁS. A tabela a seguir apresenta um resumo dos principais passivos da TELEBRÁS que deverão ser analisados ao se desenvolver uma estrutura de vendas para a privatização.

Exigibilidades financeiras do Sistema TELEBRÁS

Passivos totais	Em 31 de março de 1996
Total de obrigações correntes:	RS 3.397 milhões
Total de obrigações de longo prazo:	RS 3.823 milhões
Total das exigibilidades:	RS 7.221 milhões
Exigibilidades da TELEBRÁS ou por ela garantidas:	RS 1.073 milhões (representando 14,9% das exigibilidades totais do Sistema Telebrás)

A estrutura de vendas da privatização deve satisfazer aos direitos e reivindicações dos credores ou essas reivindicações devem ser assumidas pelas entidades separadas. Para evitar que essas reivindicações deixem de ser atendidas, a TELEBRÁS deverá negociar com os diversos requerentes e, eventualmente, providenciar o pré-pagamento ou, preferivelmente, alocar cada passivo a cada uma das entidades que serão separadas da TELEBRÁS (como a EMBRATEL e as Teles individuais ou as Empresas Holding Regionais). A reestruturação dos passivos da TELEBRÁS será um processo muito complexo pois terá efeitos legais, de avaliação e de negociação significativos na estrutura de vendas da privatização.

2.3. Alocação de ativos

Embora a empresa holding TELEBRÁS consista, basicamente, de 28 corporações operacionais separadas, ela também possui outros ativos operacionais, que são utilizados conjuntamente por todas as 28 empresas operacionais ou pela empresa holding. Tais ativos incluem: centros de treinamento, laboratórios de pesquisa e desenvolvimento e o edifício-sede. Antes da TELEBRÁS ser dividida, o tratamento adequado desses ativos deve ser determinado. Eles podem ser alocados e transferidos para as entidades formadas pela divisão ou podem ser compartilhados e financiados por essas entidades, através de acordos de cooperação. Outra opção seria vender esses ativos e alocar o resultado das vendas às novas empresas ou distribuí-lo aos

acionistas da TELEBRÁS. Como ocorre com outros ativos, a TELEBRÁS pode necessitar obter aprovação dos credores antes de alocar, transferir ou vender esses ativos.

2.4. Transferência da participação do governo

Ao preparar uma estrutura de vendas, o Ministério terá de identificar e planejar como garantir as aprovações necessárias à execução das diversas transações da privatização. Tais aprovações devem incluir o Poder Executivo, o Congresso Nacional ou outras entidades do Governo Federal. Por exemplo, os fundamentos básicos do programas de privatização e reestruturação devem ser aprovados pelo Governo Federal na nova Lei das Telecomunicações. Além disso, o Ministério terá que obter aprovação da CVM para a maioria das transações propostas.

3. Efeitos no mercado

Os potenciais compradores da participação do Governo na TELEBRÁS, sejam investidores financeiros ou investidores estratégicos, provavelmente terão preferência em relação às diversas alternativas de reestruturação. Conseqüentemente, ao definir as diversas dimensões de uma estrutura de privatização, o Ministério deve considerar a reação que os investidores podem ter para cada uma das opções disponíveis.

Entre os itens de estruturação que podem afetar as avaliações de potenciais investidores estão (i) o uso das estruturas da empresa holding, (ii) o tratamento dos investidores minoritários, (iii) a venda do controle (iv) o reinvestimento dos recursos obtidos com a venda.

A privatização da TELEBRÁS poderá envolver a venda da participação do Governo em uma empresa holding (*p.ex.* em empresas holding regionais recém criadas), ao contrário da venda de participação nas subsidiárias operacionais da TELEBRÁS. Muitos investidores estão acostumados com essa estrutura e, embora isso às vezes resulte em uma redução no valor da empresa holding nos mercados de capitais, a maioria dos investidores estratégicos provavelmente não verá negativamente o uso de tal estrutura.

A estrutura de capital da TELEBRÁS consiste atualmente de múltiplas camadas de investidores minoritários; uma camada ao nível da TELEBRÁS e outra ao nível das subsidiárias. Este fato terá um impacto menor nos investidores do mercado de capitais, mas deve afetar as visões dos investidores estratégicos. Se os investidores minoritários puderem impedir os planos operacionais dos investidores estratégicos ou a estratégia de saída, sua existência (aos níveis das empresas operacionais) pode reduzir a

atratividade das entidades privatizadas. Por outro lado, a existência de investidores minoritários nas subsidiárias de uma empresa holding também pode beneficiar os investidores estratégicos permitindo que o investidor adquira o controle operacional sem ter de comprar o controle econômico, o que reduz o capital necessário ao investimento inicial para aquisição do controle operacional efetivo.

O Governo detém 51% do capital votante da TELEBRÁS. Os investidores estratégicos em privatizações tipicamente desejam adquirir o controle, seja efetivo ou real, sobre as empresas em que investem. O controle resultante permite aos investidores estratégicos utilizar sua experiência operacional para aumentar o valor de seu investimento. Assim, os investidores estratégicos deverão pagar um "prêmio por controle" pela capacidade de dirigir, operar e gerir a Empresa. Ao desenvolver a estrutura de vendas da privatização, o Ministério deve incluir a obtenção de um prêmio de controle como uma de suas metas. Tais prêmios de controle podem ser obtidos pela venda da maioria do capital votante, mas costuma ser alcançada através da venda do controle "efetivo", através da dimensão da participação adquirida, ou através do uso de contratos de gestão ou de acordos de acionistas.

A decisão de reinvestir ou não a receita de venda nas entidades privatizadas representa outra questão estrutural que pode ter impacto na atratividade e no valor da venda. O reinvestimento da receita da venda apresentaria dois impactos positivos. Primeiro, o valor recebido forneceria capital necessário para financiar o crescimento. Segundo, ao reinvestir essas receitas, o Governo revelaria seu interesse nessas empresas. Mas o Governo ainda necessitaria transferir o controle aos novos investidores para poder obter um ágio e convencer os investidores de que não interferirá na gestão dos novos negócios.

4. Considerações de tempo

Dado o ambicioso programa de privatização proposto pelo Governo, o tempo necessário para executar a estrutura de vendas da privatização proposta é um fator crítico. E, naturalmente, cada diferente estrutura de vendas da privatização irá requerer diferentes períodos de tempo para sua execução. O tempo necessário para efetuar a cisão da TELEBRÁS, para reduzir o capital da TELEBRÁS ou para criar sub-holdings regionais será de particular importância na identificação da mais rápida estratégia para privatização da TELEBRÁS. À medida que as restrições de tempo de cada método forem determinadas, o Ministério deve considerar cuidadosamente esses diferentes requisitos de tempo ao selecionar a estrutura de vendas da privatização preferida.

VII Seleção de um método de venda para a privatização

1. Visão geral

O elemento final no desenvolvimento de uma estratégia de privatização para o Sistema TELEBRÁS é a determinação do método de venda da privatização. Apesar de existir apenas um número limitado de mecanismos de venda que sirvam à privatização da TELEBRÁS, a seleção da estratégia mais adequada é um processo complexo, pois a decisão parte dos objetivos do Governo para a venda, da estratégia de reestruturação e de liberalização escolhida, e da estrutura legal de privatização adotada. Cada empresa oriunda da reestruturação do Sistema TELEBRÁS exigirá uma estratégia de venda própria, o que pode envolver mais de um meio de venda de participações e do controle da empresa para o setor privado. Além disso, existem algumas questões importantes relativas à natureza do próprio processo de alienação que devem ser cuidadosamente consideradas, como a programação e seqüência das vendas, a parcela a ser vendida e o uso potencial de mecanismos especializados de privatização que poderiam contribuir com desenvolvimento do setor.

O Governo pode considerar duas formas básicas de métodos de privatização, cada uma delas tendo algumas variantes e possíveis combinações inter-relacionadas:

■ *Parcerias Estratégicas* ("PE") — O método PE envolve a venda parcial ou completa do controle a investidores estratégicos, que assumirão o gerenciamento da companhia proveniente da reestruturação do Sistema TELEBRÁS. Os parceiros estratégicos devem fornecer experiência operacional, técnica, financeira e gerencial, em troca de uma posição de controle do capital.

■ *Oferta pública* — A oferta pública envolve a venda parcial ou completa das ações nos mercados de capitais nacional e internacional. Essa abordagem serve para alienar a participação do Governo nas empresas reestruturadas e para promover a liquidez das ações das empresas no mercado.

A EMBRATEL pode ser apropriada à privatização através do mecanismo de oferta pública, dadas suas operações bem definidas e tecnologicamente avançadas. As empresas regionais de serviço local, entretanto, vão requerer investimentos substanciais e melhor gerenciamento operacional e técnico. Conseqüentemente, o método preferido de venda para as provedoras regionais de serviço local serão as parcerias estratégicas. Mas, se algumas das empresas reestruturadas forem impedidas de utilizar efetivamente o mecanismo de parcerias estratégicas (p.e., devido às suas dimensões ou restrições de área de serviço), o Governo pode recorrer a alguma forma de oferta pública para realizar a privatização. Além disso, o Governo pode decidir pela combinação dos dois mecanismos: primeiro, vendendo uma parcela da empresa através de uma venda estratégica, de forma a garantir a participação de uma operadora estrangeira; posteriomente, concluindo a privatização através de uma oferta pública, o que contribuiria para expandir o mercado de capitais nacional.

Em última estância, a seleção do método e da estratégia de venda mais apropriados vai depender das características da empresa a ser vendida e dos objetivos do Governo com a venda. Os dois principais métodos de venda serão discutidos mais detalhadamente a seguir, destacando as vantagens e desvantagens de cada um e a adequação do uso de cada estratégia. A seção se encerra com uma discussão de métodos alternativos de privatização.

2. Parcerias estratégicas

Historicamente, as parcerias estratégicas têm sido utilizadas em privatizações onde a rede de telecomunicações se apresenta pouco desenvolvida e requer a experiência gerencial e operacional de um parceiro ou consórcio estratégico, que viabilize rápida expansão e modernização. Todas as operadoras privatizadas da América Latina optaram por essa abordagem e formaram parcerias com diversas empresas de telecomunicações européias e norte-americanas. Determinados países da Europa, como a Irlanda, com redes pouco desenvolvidas, também optaram por essa abordagem.

Em outras ocasiões, operadoras em ambientes altamente desenvolvidos utilizaram o método de parcerias estratégicas para criar alianças estratégicas e obter experiência operacional especializada, como a tecnologia de difusão de multimídia. Exemplos disso incluem a Belgacom, da Bélgica, e a Telecom Corp., da Nova Zelândia.

Assim, as parcerias estratégicas são um mecanismo que permitiria às novas empresas brasileiras de telecomunicações reestruturadas formarem efetivas alianças com outras operadoras internacionais e beneficiarem-se em termos de transferência de tecnologia, habilidade gerencial e experiência operacional. As empresas brasileiras também se beneficiarão da disponibilidade do parceiro estratégico para investimentos de longo prazo e do aumento de valor agregado

por uma parceira de qualidade. Deve-se considerar ainda que o Governo deve encorajar os potenciais compradores estratégicos a formarem consórcios, (i) para desenvolver relacionamentos com mais de uma empresa de telecomunicações internacional, e (ii) para incluir parcerias nacionais, que possam fornecer experiência com o mercado local e acessar fontes internas de capital.

As parcerias estratégicas têm ainda uma vantagem adicional. Historicamente, as operadoras internacionais têm demonstrado desejo de pagar um alto prêmio por uma transação de mercado onde elas obtenham de alguma forma o controle gerencial. Enquanto o controle é tradicionalmente definido como a propriedade de mais de 50% das ações ordinárias de uma empresa, as parcerias de telecomunicações foram organizadas com vendas de participações menores e o controle operacional alcançado através de acordo de acionistas. Tais opções devem ser consideradas no caso de algumas das maiores empresas brasileiras de telecomunicações que serão privatizadas. Além disso, na ocorrência de um leilão, as estratégias devem ser definidas para maximizar a tensão de ofertas entre os compradores, aumentando assim o preço potencial pago pela empresa à venda.

Ao considerar o uso de parcerias estratégicas, é importante avaliar o tipo do processo e o tempo de execução necessário. Ao contrário de um processo de oferta pública, as vendas estratégicas são transações com um número limitado de compradores potenciais. Dependendo dos elementos específicos da transação, isso pode estender o tempo de execução da privatização devido ao exame exaustivo das empresas pelos potenciais compradores e do processo de licitação e negociação decorrente.

A tabela abaixo resume os itens associados ao processo de venda estratégica e destaca alguns exemplos de países que utilizaram esse método.

Parcerias estratégicas

Descrição	Itens de execução	Vantagens	Considerações	Exemplos internacionais
■ Venda parcial ou completa para parceiro estratégico ou consórcio	■ Venda pode ser negociada ou leiloada ■ O controle operacional deve ser garantido através da compra da maioria das ações, de acordo de acionistas, de representação no Conselho ou de influência no gerenciamento ■ Formação de consórcio ■ Estrutura de pagamento	■ Entrada de capital estrangeiro ■ Obtenção de experiência em gerenciamento/operação ■ Maximiza o valor de venda ■ Potencial para aumentar a qualidade e a diversidade dos serviços ■ Aumenta o valor futuro ■ Cria aliança com operadoras globais de telecomunicações ■ Pode envolver prêmio se o controle for vendido ■ Potencial para aumentar o acesso aos mercados globais de capital	■ Participação estrangeira em ativos estratégicos ■ Possíveis repercussões políticas ■ Não permite expansão do mercado de capitais a não ser que os investidores estratégicos vendam suas ações ■ Risco de redução do preço em uma transação única	**Redes desenvolvidas** Bélgica Nova Zelândia **Redes pouco desenvolvidas** Argentina Bolívia Chile Cuba República Tcheca República Dominicana Hungria Irlanda Jamaica México Peru Venezuela

3. Ofertas públicas

Historicamente, ofertas públicas de ações de empresas de telecomunicações estatais foram utilizadas em países com redes relativamente desenvolvidas. Na Europa e na Ásia, as operadoras de telecomunicações no Reino Unido, Itália, Alemanha, Japão e Singapura foram privatizadas através de ofertas públicas para alienar a participação do Governo e reduzir a presença do estado na economia. Em outros países europeus e asiáticos, como Indonésia, Malásia, Grécia, Espanha e Portugal — onde as redes não estavam tão desenvolvidas quanto as acima mencionadas — os governos optaram por ofertas públicas porque as parcerias estratégicas não eram apropriadas no momento da privatização.

O uso de uma oferta pública para as empresas regionais de serviço local, no caso do Brasil, idealmente serviria como uma estratégia alternativa (*fall-back*) mas não ideal, no caso de não ser viável uma parceria estratégica, ou como uma estratégia "de segunda etapa" (*follow-on*), que é discutida mais a seguir. A estratégia de oferta pública serviria para levantar fundos para o Governo e expandir os mercados internos de capital, mas não alcançaria os objetivos do Governo de desenvolver um setor de telecomunicações do século 21, de modo rápido e eficaz, no Brasil. Além disso, o prêmio de controle que pode ser gerado pelo processo de venda estratégica não seria pago em uma oferta pública. De fato, dada a natureza das ofertas públicas iniciais de algumas das empresas reestruturadas, deve-se esperar um deságio no valor das ações distribuídas.

Dadas as condições adequadas, o tempo necessário para implementar uma estratégia de oferta pública deve ser menor que para um processo de venda a parceiro estratégico. Se a oferta pública envolver a negociação de ações das empresas reestruturadas nas bolsas domésticas e estrangeiras, como as Bolsas de Nova Iorque e Londres, serão necessários diversos procedimentos legais e documentais. Mas a duração do processo pode ser reduzida se o componente internacional da oferta de ações for limitado aos principais investidores institucionais. Tal estilo de transação - uma *oferta privada* - reduziria a quantidade de processos e documentação legal e aumentaria a velocidade de execução.

A tabela a seguir resume os itens associados com o processo de oferta pública e destaca alguns exemplos de países que utilizaram esse método.

Ofertas públicas	Descrição	Itens de execução	Vantagens	Considerações	Exemplos internacionais
	■ Oferta igualitária global e/ou nacional de ações de toda a empresa (ou parte dela) no mercado de ações	■ Colocação privada vs. listagem em bolsa nos EUA ■ Estruturas de oferta global vs. nacional ■ Podem ser oferecidos descontos aos investidores locais ■ Podem ser feitas ofertas seqüenciais	■ Permite a infusão de capital de propriedade diversificada ■ Expande os mercados de capital nacional e a variedade de investidores ■ Permite a manutenção da gestão atual ou o controle do governo ■ Constrói uma base de investidores internacionais ■ Permite participação de empregados e/ou investidores nacionais	■ Nenhum compromisso de obtenção de experiência gerencial ou técnica de empresa internacional de telecomunicações ■ Condições de mercado de ações potencialmente desfavoráveis no momento da oferta ■ Não maximiza o valor da venda	**Redes desenvolvidas** Dinamarca Alemanha Israel Itália Japão Coréia do Sul Holanda Singapura Espanha Reino Unido **Redes pouco desenvolvidas*** Portugal Grécia Indonésia Índia Malásia Paquistão

** As ofertas públicas na América Latina foram precedidas por vendas estratégicas*

4. Mecanismos alternativos e combinados

4.1. Estratégias combinadas

Além das duas formas básicas de mecanismos de privatização, existe uma série de combinações e refinamentos dessas abordagens. Dois desses mecanismos híbridos, que foram utilizados em privatizações anteriores, são os seguintes:

■ *Venda estratégica seguida de oferta pública* — essa estratégia envolve a implementação de uma venda a parceiro estratégico, seguida (após um período de tempo adequado) por uma oferta pública do restante das ações do Governo.

■ *Capitalização* — estratégia de capitalização que pode ter a forma de uma venda estratégica ou de uma oferta pública, pois envolve a venda de novas ações das empresas, e não de ações já existentes de propriedade do governo.

Essas duas abordagens podem ser utilizadas para refinar o método de venda a parceiro estratégico. O primeiro método híbrido tem a vantagem adicional de permitir ao Governo compartilhar do provável aumento do valor propiciado pela venda estratégica. Além disso, serve para atender aos objetivos de criar um mercado favorável, com liquidez das ações da empresa privatizada, e desenvolver o mercado doméstico de capitais.

Embora a segunda abordagem híbrida possa ser utilizada nos dois tipos de venda, ela permite a opção de vender simultaneamente as participações do Governo nas ações preexistentes e levantar capital para a empresa pela venda de novas emissões de ações. Isso contornaria quaisquer questões decorrentes de possíveis transferências dos fundos do Governo para a empresa privatizada,

visando o desenvolvimento de infra-estrutura ou outros fins. Como outra alternativa, o Governo pode utilizar o método de capitalização simplesmente para diluir sua participação abaixo da porcentagem de controle, sem realmente vender suas ações. Dessa forma, o Governo poderia manter alguma representação no Conselho administrativo e interesse econômico, assim como participar da valorização das empresas privatizadas, até a completa alienação.

As vendas a parceiro estratégico seguidas de oferta pública foram utilizadas em diversas privatizações. Em particular, as vendas das empresas de telecomunicações do México, Argentina, Venezuela e Chile foram realizadas através de uma venda estratégica para diversas operadoras internacionais, seguida de ofertas públicas globais em diferentes intervalos de tempo. A capitalização também foi utilizada em diversas privatizações de telecomunicações. Tanto a oferta pública da Indosat, a operadora de longa distância internacional da Indonésia, e as vendas estratégicas da ENTEL, a operadora de longa distância boliviana, envolveram uma venda de ações primárias (ou recém criadas) das empresas.

Ambos os métodos devem ser considerados para a privatização das novas empresas regionais de telecomunicações brasileiras, devido aos benefícios de valorização para o Governo e aos benefícios de ganhos de capital diretamente para a empresa.

A tabela abaixo resume os itens associados a esses mecanismos híbridos e destaca alguns exemplos de países que os utilizaram.

Mecanismos combinados

Mecanismo	Descrição	Vantagens	Considerações	Exemplos internacionais
■ Venda estratégica/ oferta pública	■ Venda estratégica inicial para parceiro/ consórcio ■ Eventual oferta pública para mercados de capital global /doméstico ■ A venda pode ser negociada ou leiloada ■ O controle operacional pode ser assegurado	■ Entrada de capital estrangeiro ■ Obtenção de experiência de gerenciamento/operação ■ Aumenta o valor da oferta futura ■ Se o preço pago pelos investidores estratégicos for correto, ele pode permitir que a oferta pública se dê por preços mais altos ■ Permite participação de empregados e/ou investidores domésticos ■ Pode capturar prêmio de controle ■ Aliança com telecomunicações globais	■ Controle estrangeiro de ativos estratégicos ■ Possíveis repercussões políticas ■ Pode adiar a expansão de mercados de capital até ocorrer a oferta pública ■ Condições de mercado potencialmente desfavoráveis na época da oferta	Argentina Chile Bolívia México Peru Venezuela
■ Capitalização	■ Venda de novas ações recém emitidas pela empresa, em vez das ações previamente em mãos do governo ■ A venda pode assumir a forma de uma oferta pública ou uma venda estratégica	■ O Governo mantém a capacidade de valorização de suas ações nas ofertas seguintes ■ Levanta fundos diretamente para a empresa, e não para o Governo ■ Os fundos levantados podem ser utilizados para financiar investimentos na Empresa que vende as ações	■ Não conduz imediatamente à venda da empresa em questão ■ O prêmio pelo controle pode ou não ocorrer, dependendo da estrutura	Bolívia Indonésia

4.2. Alternativas à privatização

No caso do impedimento de privatização, ou se algumas das empresas recém reestruturadas não puderem ser vendidas por um dos métodos tradicionais, o governo pode recorrer a diversas opções alternativas que ainda servirão para atrair operadoras internacionais de telecomunicações. Pelo menos duas alternativas foram utilizadas para obter a experiência operacional e gerencial de operadoras de telecomunicações estrangeiras em países com redes subdesenvolvidas:

- *Construir - Operar - Transferir (BOT - Build, Operate and Transfer)* — Essa estratégia envolve a concessão da operação a uma empresa estrangeira de telecomunicações para desenvolver uma nova infra-estrutura de telecomunicações, gerenciar os serviços prestados e depois transferir a propriedade da rede de volta para o Governo, ao final do período de concessão. Uma variação dessa abordagem é a estratégia Construir-Transferir-Operar *(BTO - Build, Transfer and Operate)*, que indica que a transferência de propriedade ocorre após o encerramento da construção.

- *Contrato de Gestão* — Nessa estratégia, o Governo assina um contrato operacional com uma operadora estrangeira de telecomunicações, que assume a responsabilidade de gerenciar a expansão e a prestação de serviços da empresa, que ainda é de propriedade e controle do governo.

A vantagem óbvia dessas estratégias é que elas podem ser utilizadas pelo Governo para atender aos seus objetivos de desenvolver o setor de telecomunicações brasileiro, sem ter que realizar um processo de privatização demorado e de repercussões políticas. A estratégia BOT requer a outorga de concessão à operadora internacional para desenvolver e gerenciar uma parte da rede nacional, que também pode sofrer atrasos se não forem instituídas uma estrutura regulatória e uma política de liberalização adequada. Por outro lado, o contrato de gestão pode ser mais fácil de implementar, já que envolveria a subcontratação de uma função executada pelo Sistema TELEBRÁS.

As estratégias BOT foram utilizadas principalmente em países asiáticos, como a Tailândia e a Indonésia, onde extensas áreas da rede eram de baixa qualidade e requeriam rápida expansão e modernização — tarefas que as operadoras nacionais de telecomunicações não poderiam executar adequadamente em períodos de tempo relativamente curtos. No caso da Tailândia, as operadoras recém licenciadas tiveram de construir novas redes em áreas onde a empresa provedora de serviços nacional existente continuou a operar. Na Indonésia, a operadora nacional, a PT Telkom, foi privatizada através de uma oferta pública global e implementou BOT com operadoras internacionais em determinadas áreas menos desenvolvidas. Um exemplo de uma estratégia recente de contrato de gestão aconteceu no Peru, que também empregou uma estratégia de venda seqüencial estratégica/oferta pública. O contrato para operar a empresa peruana foi feito com a Telefónica de España, que também se tornou a parceira estratégica.

Cada um desses mecanismos pode ser utilizado no Brasil, com ou sem execução do processo de privatização formal. Se determinadas empresas forem criadas sem atrativos para investidores estratégicos e financeiros, o Governo pode optar por implementar uma BOT ou um contrato de gestão, que serviria para acelerar o desenvolvimento da rede. Embora a privatização dessas empresas teria sido postergada nessas determinadas circunstâncias, de qualquer forma elas obteriam o capital e a experiência necessários para atender aos desenvolvimento da rede e às metas operacionais.

A tabela abaixo resume as questões associadas a esses mecanismos alternativos:

Mecanismos alternativos

Mecanismo	Descrição	Vantagens	Considerações	Exemplos internacionais
■ BOT/BTO	■ Concessão para operadoras estrangeira para construir e operar a nova rede ■ Transferência de ações imediata ou eventual	■ Acesso à experiência estrangeira sem perder o controle ■ O Governo mantém a posse dos ativos físicos ■ Fornece um fluxo estável de receitas ao Governo ■ Estratégia de construção rápida, sem necessidade da venda	■ Pode ser difícil atrair operadoras estrangeiras, pois algumas empresas não investirão em projetos BOT ou BTO ■ Retarda a futura expansão dos mercados de capital ■ Não resulta em privatização completa e/ou imediata ■ Não maximiza as receitas imediatas	Indonésia Tailândia
■ Contrato de gestão	■ A operadora estrangeira fornece experiência técnica e gerencial em troca de uma taxa de sucesso de gerenciamento	■ Acesso à experiência estrangeira sem perder o controle ■ Pode aumentar o retorno total para o Governo ■ A operadora estrangeira pode aumentar o valor de uma futura oferta pública	■ Pode ser difícil atrair operadoras estrangeiras desejáveis e com credibilidade ■ A taxa de sucesso de gerenciamento é uma saída de caixa ■ Retarda a expansão futura dos mercados de capital ■ Não maximiza as receitas imediatas	Peru Arábia Saudita Venezuela (considerada) Cuba (considerada) Paquistão (considerada)

VIII Modelos de privatização

1. Introdução

Depois de examinar e avaliar uma série de estratégias de privatização à luz dos objetivos do Governo e de uma análise cuidadosa das peculiaridades do Sistema TELEBRÁS, os Consultores Financeiros levaram em consideração dois modelos abrangentes de privatização:

■ *Modelo regional* - a TELEBRÁS subdividida em empresas regionais que fornecem serviços básicos e móveis, a EMBRATEL conservada como operadora internacional e nacional de longa distância e a introdução da concorrência em todos os serviços ao longo de um período de até cinco anos.

■ *Modelo nacional* - a TELEBRÁS conservada como operadora de telefonia básica e móvel em todo o país, com a EMBRATEL separada e ampliada ao longo de um período de tempo designado, de modo a atuar como concorrente total em todos os serviços.

A diferença central entre os dois modelos é o nível de reestruturação industrial e jurídica necessário. O modelo nacional exigirá a separação do provedor de serviços de longa distância, enquanto o modelo regional exigirá a regionalização dos provedores de serviços básicos e móveis, além da separação dos serviços de longa distância. A expectativa do tempo necessário para a conclusão do modelo regional é, portanto, maior do que para o modelo nacional. Na tabela a seguir encontra-se um panorama geral dos modelos:

	Modelo regional	Modelo nacional
Serviços básicos	■ Três a cinco operadoras regionais ■ Uma operadora por região no início ■ Concorrência introduzida de modo gradual e diferenciadamente por região	■ Território nacional de serviços ■ Duas operadoras iniciais ■ Concorrência introduzida dois anos após a privatização
Serviços de longa distância	■ Território nacional de serviços ■ Uma operadora inicial ■ Concorrência introduzida um ano após a privatização	■ Território nacional de serviços ■ Duas operadoras iniciais ■ Concorrência introduzida um ano após a privatização
Serviços móveis	■ Três a cinco operadores de Banda A ■ Serviço móvel permanece com a operadora de serviços básicos ■ Concorrência introduzida em 1997 com duas operadoras por região	■ Território de serviços nacional para a Banda A ■ Permanece com a operadora de serviços básicos ■ Concorrência introduzida em 1997 com duas operadoras por região
Estrutura de vendas de privatização	■ Estrutura de vendas de empresas holding regionais ■ Estrutura de vendas de envelopes regionais	■ Estrutura de venda da empresa holding nacional
Método de vendas da privatização	■ Vendas estratégicas e/ou oferta pública das empresas regionais ■ Venda estratégica e/ou oferta pública da EMBRATEL ■ Mecanismos alternativos de vendas	■ Oferta pública da "TELEBRÁS" ■ Oferta pública ou venda estratégica da EMBRATEL

Esta seção descreve os dois modelos propostos com mais detalhes, incluindo:

- o perfil básico das entidades recém reestruturadas, incluindo os territórios a serem cobertos pelos serviços, os serviços a serem prestados e os dados históricos financeiros e operacionais estimativos;

- os cronogramas propostos para introdução da concorrência nos vários serviços;

- a discussão da estrutura de vendas e dos métodos de venda propostos; e

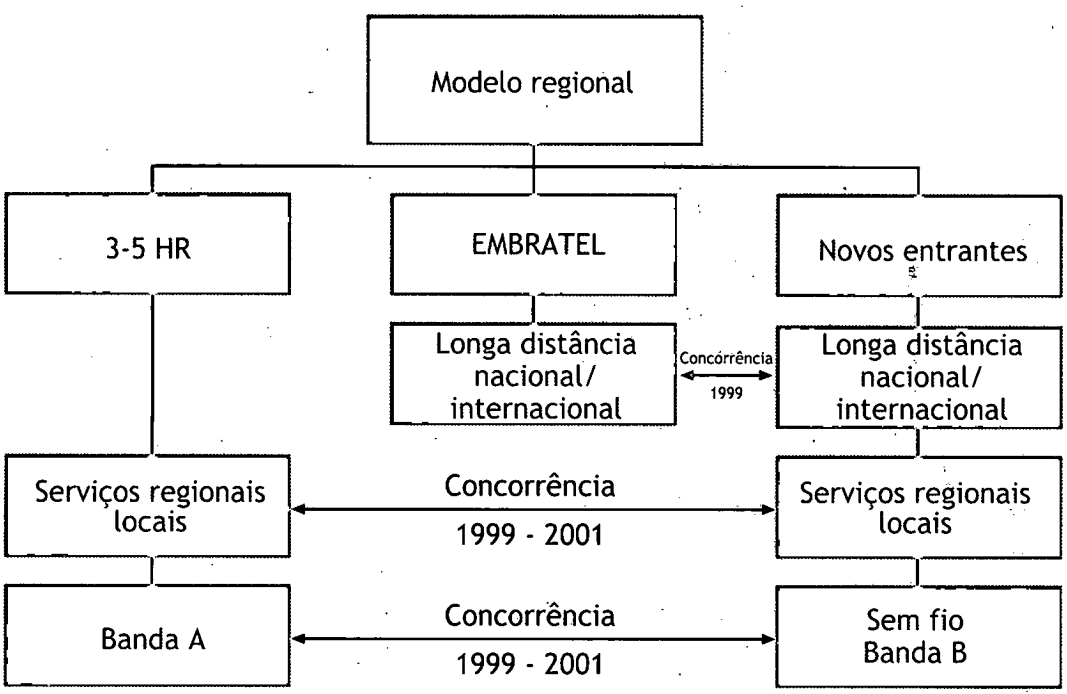
- a avaliação do modelo em termos de atratividade a investidores, valor e tempo de implementação.

2. Modelo de privatização I: regional

2.1. Estratégia de reestruturação e liberalização

Este modelo considera a reestruturação dos serviços básicos de telefonia no Brasil em bases regionais e dos serviços de longa distância em bases nacionais. A EMBRATEL é desmembrada e a TELEBRÁS é reestruturada em 3-5 empresas holding regionais ("HR") que prestam serviços básicos e móveis na Banda A. As estimativas de tempo de implementação consideram a aprovação da nova Lei Geral das Telecomunicações no início de 1997. Se o prazo da aprovação for alterado, o intervalo de tempo exigido para reestruturação, liberalização e privatização permanecerá o mesmo, sendo deslocado no tempo para a frente.

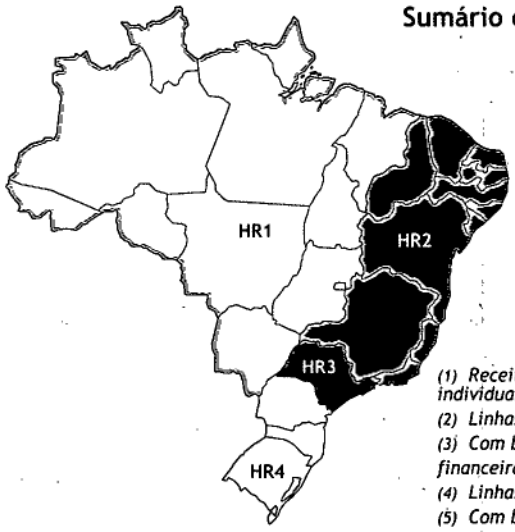
Estratégia de reestruturação e liberação



2.1.1. Descrição das empresas holding regionais (HR)

As HR prestarão serviços de telefonia básica e celular em bases regionais. As Teles e suas respectivas empresas de telefonia celular da Banda A serão reagrupadas em 3-5 empresas regionais, cada uma delas com uma concessão para prestar serviços de telefonia celular e telefonia básica fixa em uma região específica. Isso inclui serviços em áreas locais e inter-áreas tarifárias, mas a extensão da prestação de serviços de longa distância será restrita (ao âmbito interestatual e intra-regional), com a liberação total no futuro. As HR manterão a propriedade da rede celular da Banda A e da rede local dentro de suas regiões específicas. O diagrama abaixo ilustra uma possível reestruturação em quatro regiões. O Anexo A contém outros cenários com 3 e 5 regiões.

Estrutura em quatro regiões



□ *HR1*
■ *HR2*
■ *HR3*
□ *HR4*

Sumário de dados operacionais e financeiros - 1996 E

	(1) Receita (US$ milhão)	(2) Linhas fixas em serviço (mil)	(3) Margem EBITDA (%)	(4) Penetração (%)	(5) PIB/ capita (US$)
HR1	1.543	2.054	59,2	7,19	2.354
HR2	4.241	5.199	47,9	7,18	2.418
HR3	3.994	5.082	55,4	15,22	4.672
HR4	1.230	1.354	51,8	9,44	3.629

(1) Receita líquida total calculada como a soma das receitas líquidas individuais de cada tele compreendida na companhia holding regional (HR)
(2) Linhas de acesso fixo em serviço
(3) Com base nos dados de 1995; EBITDA = lucro antes das despesas financeiras, impostos, depreciação e amortização
(4) Linhas de acesso em serviço por 100 habitantes
(5) Com base nos dados de 1994

a) Aspectos estratégicos:

■ A regionalização da TELEBRÁS em três a cinco operadoras de serviços básicos e sem fio criará provedores de massa crítica suficiente para atrair parceiros estratégicos e desenvolver um mercado com concorrência efetiva e sustentável.

■ As HR enfrentarão desafios graduais de concorrência dos novos entrantes com experiência em desenvolvimento de infra-estrutura (por exemplo, as empresas de televisão a cabo e de outros serviços públicos, como eletricidade, gás, água), de empreendimentos oportunistas com conhecimento da área local, da EMBRATEL e de outras HR:

- As barreiras de entrada para os serviços básicos são relativamente altas e exigem investimentos e um trabalho de marketing significativos;

- O potencial de captura dos mercados locais com um nível alto de demanda não atendida e a possibilidade de desenvolver plataformas para futuros serviços de faixa larga significam oportunidades atraentes para a concorrência.

■ As HR necessitarão de períodos de estabilidade para integrar as operações das Teles recém-consolidadas, fazer com que as empresas atendam ao mercado e mover-se agressivamente para expandir a rede.

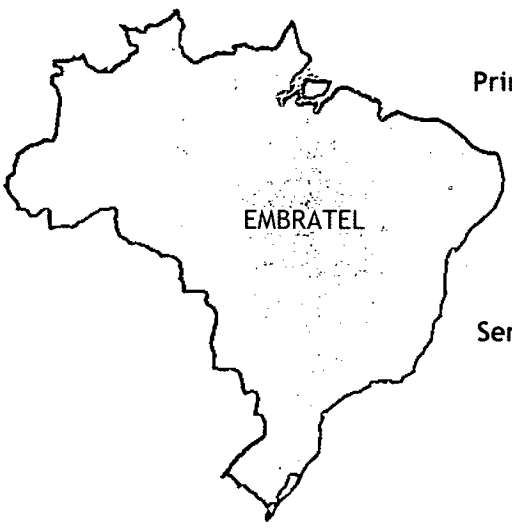
■ Uma estrutura competitiva diferenciada, com base na atratividade específica de cada região, deve ser considerada como meio de estimular o interesse e o investimento de parceiros estratégicos.

■ Novas oportunidades de negócio surgirão para as HR com relativa rapidez, à medida que aumentar sua participação nos mercados de longa distância nacionais e internacionais, através da rápida construção de redes de longa distância.

■ O Ministério tem a opção de implementar normas que permitam a participação, na privatização das HR, de operadoras internacionais de alta qualidade que tenham anteriormente comprado licenças para a Banda B.

2.1.2. Descrição da EMBRATEL

A EMBRATEL prestará serviços de telefonia de longa distância internacional e doméstica, em todo o território nacional. A empresa manterá a propriedade da rede existente e continuará a operar todos os acordos de tráfego internacional. Inicialmente, a EMBRATEL terá permissão para fornecer serviços de linha fixa para todas as distâncias, exceto para telefonia local, até a completa liberalização do setor.



Principais dados financeiros/operacionais

Receitas (1995)	$1.590
EBTIDA (1995)	$869
Margem EBTIDA	54,7%
PIB/Capita (1995)	$3.596

Serviços a serem fornecidos (em base nacional)

- Locais (no futuro)
- Longa distância doméstico/internacional
- Sem fio (no futuro)

---

a) Aspectos estratégicos:

■ Com cobertura nacional e um curto período de estabilidade inicial, a EMBRATEL proporciona uma plataforma atraente para novas operadoras no Brasil. No entanto, os desafios dos negócios existentes e a demanda de

capital para a criação de novos negócios exige um planejamento regulatório cuidadoso.

■ EMBRATEL, provavelmente, enfrentará desafios competitivos significativos dos novos entrantes:

- as barreiras de entrada para os mercados de longa distância e internacional são relativamente baixas;

- margens e volumes historicamente altos e clientes comerciais atraem os novos entrantes para o negócio de serviços de longa distância/internacional

■ A EMBRATEL tem que criar seu próprio serviço de atendimento ao cliente e suas próprias operações de marketing, uma vez que deixará de ser um mero provedor infra-estrutura, passando a ser um fornecedor de serviços de longa distância, com acesso direto aos usuários.

■ A estratégia para competir com as empresas regionais requer investimentos substanciais de capital. Isso pode ocorrer na medida em que a tradicional estabilidade da receita da EMBRATEL for ameaçada pela concorrência, pelo reequilíbrio das tarifas e pela queda geral das tarifas de acesso internacional.

■ Embora a ausência de infra-estrutura local possa prejudicar a capacidade da EMBRATEL de capturar uma maior fatia de mercado a médio prazo, ela poderá capturar os serviços de acesso local mais lucrativos ou arrendar linhas e pontos de acesso para ingressar no mercado residencial.

2.1.3. Cronograma da política de liberalização

A estratégia de liberalização proposta para o modelo regional busca estabelecer uma estrutura regional de competição gradual e diferenciada para os serviços básicos, um duopólio regional competitivo para serviços móveis, com penetração gradual dos operadores de PCS, e uma estrutura competitiva aberta para serviços de longa distância domésticos e internacionais.

Supondo-se, para fins ilustrativos, que a aprovação da Lei das Telecomunicações ocorra no início do ano L, as premissas para o cronograma de introdução da concorrência são as seguintes:

■ O modelo regional considerado é o cenário das quatro empresas ilustrado na seção anterior;

■ Considera-se que a preparação para a reestruturação jurídica e operacional tenha início no ano L, continue durante a tramitação da Lei das Telecomunicações no Congresso Nacional e termine entre o final do ano L ou o início do ano L+1, dependendo da empresa;

■ Considera-se que a preparação para o processo de venda tenha início depois que a nova Lei das Telecomunicações seja aprovada e o processo de reestruturação esteja adiantado, de modo a estar concluída entre o final do ano L e o meio do ano L+1, dependendo da empresa;

■ A EMBRATEL exigiria um período de estabilidade legal de aproximadamente um ano para desenvolver sua estratégia de marketing e sua capacidade de oferecer serviços ao consumidor, tendo os entrantes recém-licenciados permissão para operar nos mercados de longa distância nacional e internacional a partir do ano L+2;

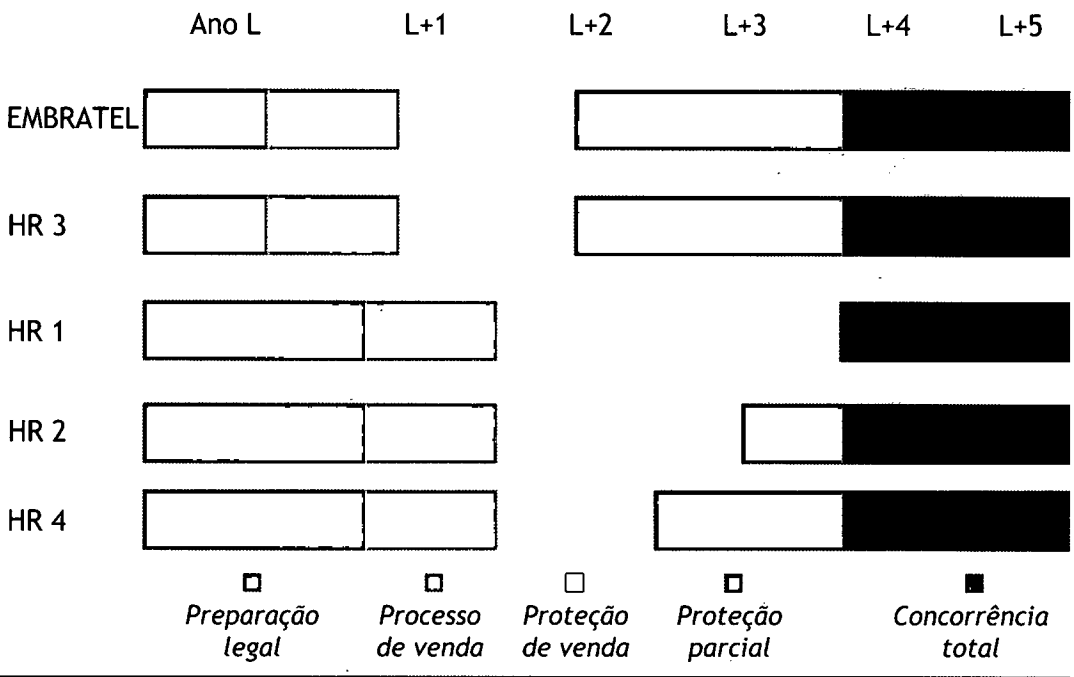
■ A HR 3, composta do território de serviços relativamente desenvolvido da TELESP, exigiria aproximadamente um ano para preparar-se para a concorrência e integrar seu parceiro estratégico, tendo os entrantes recém-licenciados permissão para operar no seu território de serviço a partir do ano L+2;

■ Dependendo do território de serviço, as HR restantes exigiriam entre 1,5 e 3,5 anos de estabilidade para integrar seus parceiros estratégicos e consolidar a operação das Teles reorganizada, preparar-se para a concorrência e reorientar comercialmente suas operações; e manter fluxos de caixa estáveis para financiar os agressivos programas de investimento, que podem ou não vir a ser exigidos pela autoridade regulatória.

No início do ano L+3, o duopólio regional de telefonia móvel será aberto a operadoras licenciadas de PCS. No início do ano L+5, este modelo propõe concorrência total e aberta para todos os provedores de serviços licenciados em todos os territórios de serviços de linha fixa.

O cronograma proposto para liberação de cada entidade reestruturada está apresentado a seguir.

Cronograma de introdução da concorrência



2.2. Estrutura jurídica da privatização

Há dois métodos de reestruturação jurídica que podem ser utilizados para a privatização no Modelo Regional, os quais diferem principalmente pela estratégia adotada para viabilizar o reagrupamento regional atual das 27 Teles locais:

Estrutura de empresa holding regional - Esta estrutura prevê a criação e a venda de 3 a 5 empresas holding regionais, que abrigariam as Teles reagrupadas, e da EMBRATEL. A criação das empresas holding pode ser efetuada através (i) da cisão da TELEBRÁS ou (ii) da formação de empresas sub-holding regionais via redução de capital.

Estrutura regional via envelope - Esta estrutura envolve a distribuição de ações das Teles individuais aos acionistas da TELEBRÁS, seguida da venda pelo Governo de suas ações das Teles em forma de 3 a 5 portfolios regionais chamados "envelopes regionais", e da EMBRATEL. Sob esta abordagem, nenhuma das empresas holding regionais é criada legalmente.

As duas estruturas dependem da aprovação do Projeto de Lei 1564 para evitar os efeitos dos direitos de acionistas minoritários analisados na Seção VI. A tabela a seguir sintetiza os detalhes da reestruturação jurídica de cada uma dessas duas abordagens.

Comparação de estruturas jurídicas de privatização para o modelo regional

	Empresa holding regional	Envelope regional
Passos	■ Distribuição pro-rata e venda da EMBRATEL ■ Cisão da TELEBRÁS nas HR e na EMBRATEL ou redução de capital da TELEBRÁS, criando empresas sub-holding regionais ■ Venda da participação do governo nas HR e na EMBRATEL oito a dez meses após a aprovação da lei ■ A aprovação do Projeto de Lei 1564 facilitaria a implementação	■ Distribuição pro-rata das Teles e da EMBRATEL aos acionistas da TELEBRÁS ■ Venda da participação do governo na forma de 3-5 envelopes regionais e da EMBRATEL 6-8 meses após a aprovação da Lei ■ Considera a aprovação do Projeto de Lei 1564
Avaliação	■ Venda da EMBRATEL inicia rapidamente o processo de privatização ■ A alavancagem da empresa holding permite o controle operacional sem o controle econômico das Teles ■ Governo mantém o controle majoritário em cada região, possibilitando a obtenção de prêmio por controle na venda ■ A cisão dispararia o *direito de recesso* e a venda de interesses do Governo nas HR dispararia a *oferta pública* sem a aprovação do Projeto de Lei 1564	■ Estratégia de regionalização mais rápida do ponto de vista jurídico ■ Venda da EMBRATEL inicia rapidamente o processo de privatização ■ Venda da participação nas Teles requereria a *oferta pública* sem a aprovação do Projeto de Lei 1564 ■ O precedente da 'Light' poderia ser adotado para evitar o problema da *oferta pública* ■ Estrutura incomum exigiria mais tempo para convencer os investidores podendo ter impacto negativo sobre o valor ■ Distribuição de Teles resulta em perda do controle majoritário pelo governo, eliminando assim a possibilidade de venda do controle a parceiros estratégicos

A empresa holding regional é, a princípio, a preferível entre os dois tipos de estrutura, uma vez que a perda do controle das Teles pelo governo representa a grande desvantagem da estrutura de envelope regional. Além disso, os investidores podem reagir negativamente à estrutura envelope, na medida em que é pouco usual. Como foi demonstrado acima, a estrutura de empresas holding regionais pode ser melhor implementada por uma cisão. Se, no entanto, o Projeto de Lei 1564 não for aprovado ou tardar substancialmente, a divisão da TELEBRÁS poderá ser feita através do mecanismo de redução de capital.

Como o modelo regional envolve uma série de vendas estratégicas como o método de privatização preferido (que será discutido mais adiante em detalhes), o tratamento dos investidores minoritários de cada Tele individual surge como outra questão importante para os parceiros estratégicos pelas seguintes razões:

- Potencial dos investidores minoritários para inibir o efetivo controle operacional e a integração das Teles;

- Potencial dos investidores minoritários para interferir na futura estratégia de saída;

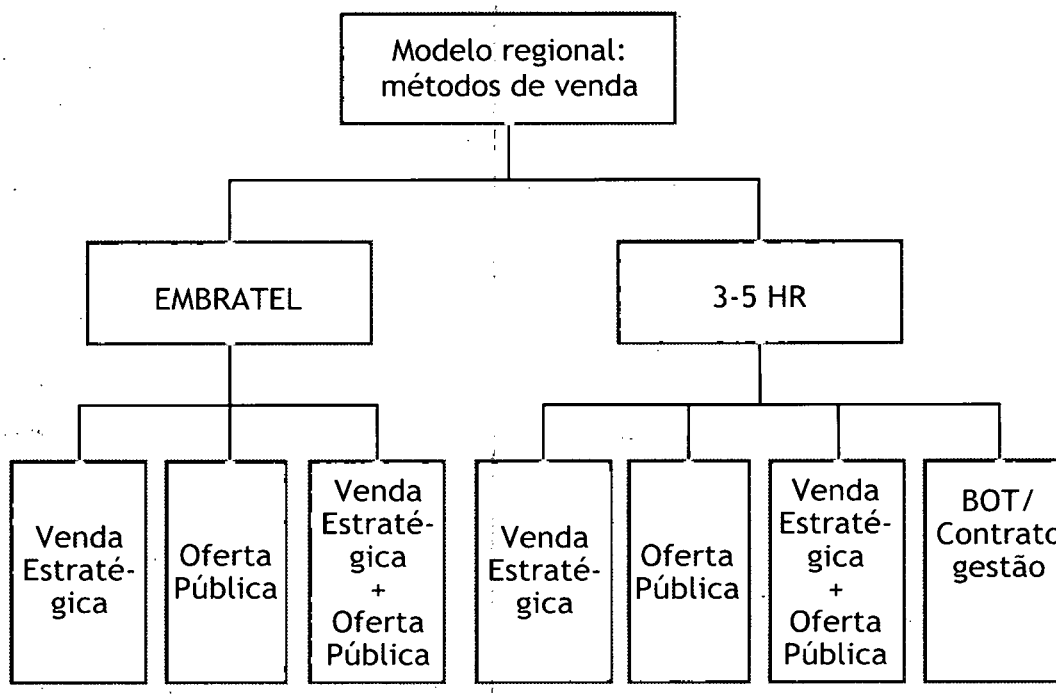
- Potenciais implicações sobre o valor, se houver, devido à presença contínua dos investidores minoritários.

Embora existam diversas opções para tratamento dos investidores minoritários nas Teles, o método menos complicado e mais eficiente envolve simplesmente em evitar que os que não têm direitos, ou não os exercem, venham se apresentar ou se retirar exigindo a *oferta pública* ou o *direito de recesso*.

2.3. Métodos de venda da privatização

O modelo regional exige entre quatro e seis vendas para privatizar as entidades reestruturadas da TELEBRÁS, dependendo do número de empresas regionais criadas. A privatização da TELEBRÁS envolveria a venda pelo governo de sua participação na EMBRATEL e em cada uma das empresas regionais criadas a partir da TELEBRÁS. Os métodos de venda possíveis para essas empresas são apresentados a seguir.

Métodos de venda da privatização



2.3.1. EMBRATEL

■ A venda estratégica da EMBRATEL é a opção preferencial. No entanto, a empresa não exigiria necessariamente a experiência gerencial e operacional trazida por um parceiro estratégico.

■ A oferta pública da EMBRATEL propiciaria os seguintes benefícios:

- Método rápido de venda da EMBRATEL;

- Envio de sinal ao mercado com relação ao compromisso do governo com a privatização do setor de telecomunicações;

- Oferta substancial de ações do setor de telecomunicações brasileiro ajudaria a desenvolver o mercado de capitais do Brasil;

- Evitar as questões potenciais de segurança nacional com relação ao controle da rede de satélite uma vez que o controle seria diluído entre um grande número de acionistas.

2.3.2. HR

■ As parcerias estratégicas representam o método de vendas preferencial, porque a HR exigirá experiência operacional e gerencial para acelerar o desenvolvimento da rede, estabelecer uma cultura orientada para o serviço ao cliente e acessar fontes significativas de capital. Através das vendas estratégicas, o governo deverá obter valores maiores pela sua participação devido ao prêmio a ser pago pelo controle;

■ Uma ou duas HR já desenvolveram suficientemente seus territórios de serviços e sua massa crítica, e poderiam ser inicialmente privatizadas através de oferta pública. Contudo, essa estratégia não traria:

- Desenvolvimento e experência gerencial;

- Acesso a fontes de capital de baixo custo;

- Valor aumentado com o tempo devido à parceria estratégica com operador de alta qualidade;

- Maximização das receitas, devido ao desconto inicial verificado em operações de oferta pública.

■ Vendas estratégicas sequenciadas seguidas por ofertas públicas após um curto período de tempo maximizariam a receita para o governo e criaram um mercado aberto com liquidez para as ações;

■ As HR em regiões menos desenvolvidas podem optar entre as estratégias de BOT ou contrato de gestão.

2.4. Sumário: avaliação do modelo regional

	Empresas holding regionais	EMBRATEL
Atratividade para o mercado	■ Tamanho e estrutura das HR atraentes para parceiros internacionais estratégicos ■ Banda A aumenta atratividade para o investidor ■ Concorrência gradual e diferenciada melhora atratividade para o investidor ■ Desafios de reorganização podem desencorajar alguns investidores estratégicos potenciais ■ Determinadas regiões serão mais atraentes do que outras	■ Vendável a investidores estratégicos internacionais ou a investidores nos mercados de capitais ■ Maior atratividade pela introdução de concorrência gradual dos operadores de linha fixa ■ Concorrência dos novos entrantes reduzirá atratividade a investidores ■ Mecanismos regulatórios como limitação da participação no mercado podem aumentar atratividade a investidores
Valor	■ Oportunidade de obter prêmios de controle de investidores estratégicos ■ Regionalização pode reduzir o valor da estrutura da TELEBRÁS ■ Banda A aumenta o valor ■ Concorrência gradual terá pouco impacto sobre o valor ■ Soluções regulatórias podem aumentar o valor em regiões menos desenvolvidas ■ Perigo de gerar número excessivo de vendas que afetaria negativamente o valor	■ Possibilidade de se obter prêmio de controle na venda a parceiros estratégicos ■ Concorrência dos novos entrantes afetará negativamente o valor de venda
Velocidade	■ Complexidade inerente do reagrupamento limita a velocidade da reestruturação ■ A preparação e a implementação das diversas vendas tomará tempo ■ TELESP e EMBRATEL poderiam ser vendidas com relativa rapidez	

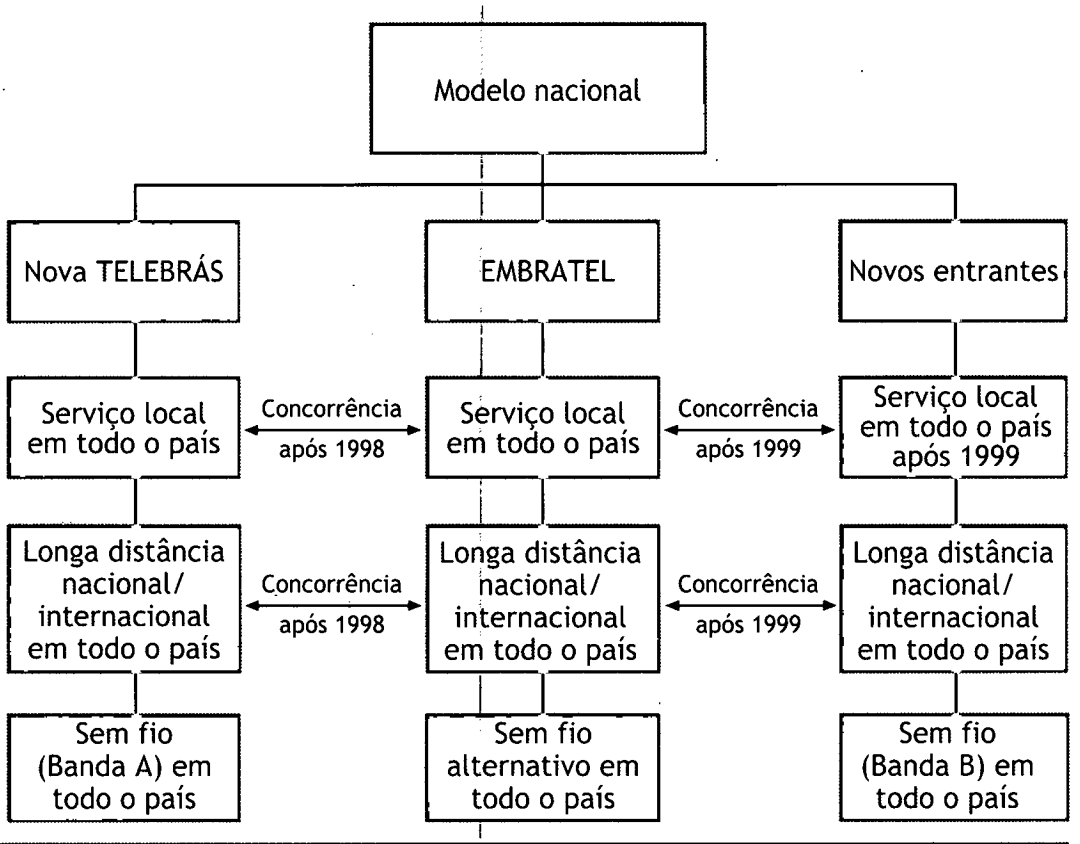
3. Modelo de privatização II: nacional

3.1. Estratégia de reestruturação e liberalização

3.1.1. Descrição das empresas reestruturadas

O modelo nacional propõe a reestruturação do setor brasileiro de telecomunicações em um número limitado de empresas com concessões operacionais nacionais para prestar serviços de telefonia a cabo e sem fio a todo o Brasil. Neste modelo, a TELEBRÁS seria reorganizada em duas empresas - EMBRATEL e Nova TELEBRÁS -, cada uma delas mantendo a infra-estrutura existente com concessões para prestar todos os serviços de telefonia em nível nacional. Observe-se que o tempo sugerido para implementação desta estratégia considera a aprovação da Nova Lei das Telecomunicações no início de 1997. Se a data da aprovação for alterada, o intervalo de tempo exigido para a reestruturação, liberalização e privatização permanecerá o mesmo, sendo deslocado no tempo para a frente.

Estratégia de reestruturação e liberação para o modelo nacional



3.1.2. Descrição da Nova TELEBRÁS

Neste modelo de reestruturação, a Nova TELEBRÁS seria semelhante à atual, com exceção dos ativos e passivos associados aos negócios atuais da EMBRATEL. A Nova TELEBRÁS continuaria a prestar serviços básicos de telefonia e móvel celular (Banda A) em bases nacionais, e portanto reteria sua participação acionária nas 27 Teles regionais. A Nova TELEBRÁS também teria uma licença de operação de longa distância doméstica e internacional, com abrangência nacional. A tabela a seguir apresenta o perfil financeiro e operacional *pro-forma* da Nova TELEBRÁS:

Dados operacionais/finaceiros fundamentais

Receitas (1995)	$7.932
EBTIDA (1995)	$4.175
Margem EBTIDA	52,6%
Linhas fixas em serviço (1996E)	13,7mm
Penetração (1996E)	9,2%
PIB/capita (1995)	$3.596

Serviços a serem prestados

- Local em todo o país
- Longa distância doméstica/internacional em todo o país
- Celular (Banda A) em todo o país

---

a) Aspectos estratégicos:

■ A Nova TELEBRÁS será a maior empresa de serviços básicos do mundo sem serviços de longa distância, o que afetará sua capacidade de atrair parceiros estratégicos de alta qualidade;

■ Será exigida uma rápida revisão da estrutura tarifária para sustentar a viabilidade econômica da Nova TELEBRÁS;

■ A Nova TELEBRÁS emergeria como operadora 'dominante', demandando por sua vez um órgão regulador forte e vigilante;

■ O ônus da prestação de serviço universal poderia ser substancial sobre a Nova TELEBRÁS;

■ O acesso direto ao consumidor dá à Nova TELEBRÁS uma vantagem significativa nos mercados de longa distância/internacional se a concorrência com a EMBRATEL for imediata;

■ Dificuldades operacionais na divisão do mercado doméstico de longa distância entre a EMBRATEL e a Nova TELEBRÁS;

■ A eficácia da estrutura regulatória determinará se a EMBRATEL e os novos entrantes serão capazes de concorrer de forma efetiva com a Nova TELEBRÁS.

3.1.3. Descrição da EMBRATEL

A EMBRATEL se separaria da TELEBRÁS tornando-se uma empresa independente. A EMBRATEL manteria a posse da rede existente de longa distância internacional e doméstica e continuaria a operar todos os acordos de tráfego internacional com as operadoras internacionais. A EMBRATEL seria licenciada para prover telefonia básica a nível nacional. A tabela abaixo apresenta o perfil financeiro e operacional pró-forma da EMBRATEL:

Dados operacionais/finaceiros fundamentais

Receitas (1995)	$1.590
EBTIDA (1995)	$869
Margem EBTIDA	54,7%
Linhas fixas em serviço (1996E)	N/A
PIB/capita (1995)	$3.596

Serviços a serem prestados

- Serviços locais em todo o país
- Longa distância doméstica/internacional em todo o país
- Sem fio alternativo em todo o país

---

a) Aspectos estratégicos:

■ Com cobertura nacional e um curto período de estabilidade inicial, a EMBRATEL proporciona uma plataforma atraente como nova operadora no Brasil. No entanto, o desafio dos negócios existentes e as demandas de capital para a criação de novos negócios exigem um planejamento regulatório cuidadoso.

■ A EMBRATEL provavelmente enfrentará desafios competitivos significativos dos novos entrantes:

- as barreiras de entrada para os mercados de longa distância e internacional são relativamente baixas;

- margens e volumes historicamente altos e clientes comerciais atraem os novos entrantes para o negócio de serviços internacionais/longa distância.

■ A EMBRATEL terá que criar os serviços de atendimento ao cliente e operações de marketing próprias, uma vez que deixa de ser mera provedora de infra-estrutura, passando a ser fornecedora de serviços de longa distância, com acesso direto aos usuários.

■ A estratégia para competir com as empresas regionais requer investimentos substanciais de capital. Isso pode ocorrer na medida em que a tradicional estabilidade da receita da EMBRATEL for ameaçada pela concorrência, pelo reequilíbrio das tarifas e pela queda geral das taxas de acesso internacional.

■ Embora a ausência de infra-estrutura local possa prejudicar a capacidade da EMBRATEL de capturar sua fatia de mercado a médio prazo, ela poderá capturar os serviços de acesso local mais lucrativos ou arrendar linhas e pontos de acesso para ingressar no mercado residencial.

3.1.4. Cronograma de implementação da política de liberalização

A estratégia de liberalização proposta para o modelo nacional procura estabelecer uma estrutura de concorrência aberta para serviços locais, nacionais de longa distância e internacionais; e um duopólio regional para serviços móveis, com o ingresso gradual de operadores PCS.

Considerando, para fins ilustrativos, que a entrada em vigor da Lei de Telecomunicações ocorra no início do ano L, as considerações básicas para o cronograma de introdução da concorrência são as seguintes:

■ Considera-se o que a preparação para a reestruturação legal e operacional tenha início no ano L, continue durante a discussão da nova lei das telecomunicações e seja concluída entre o final do ano L e o início do ano L+1, dependendo da empresa;

■ Considera-se o início da preparação para o processo de venda depois da entrada em vigor da Lei de Telecomunicações e quando o processo de reestruturação já estiver bastante avançado, sendo concluído entre o final do ano L e o meio de L+1, dependendo da empresa;

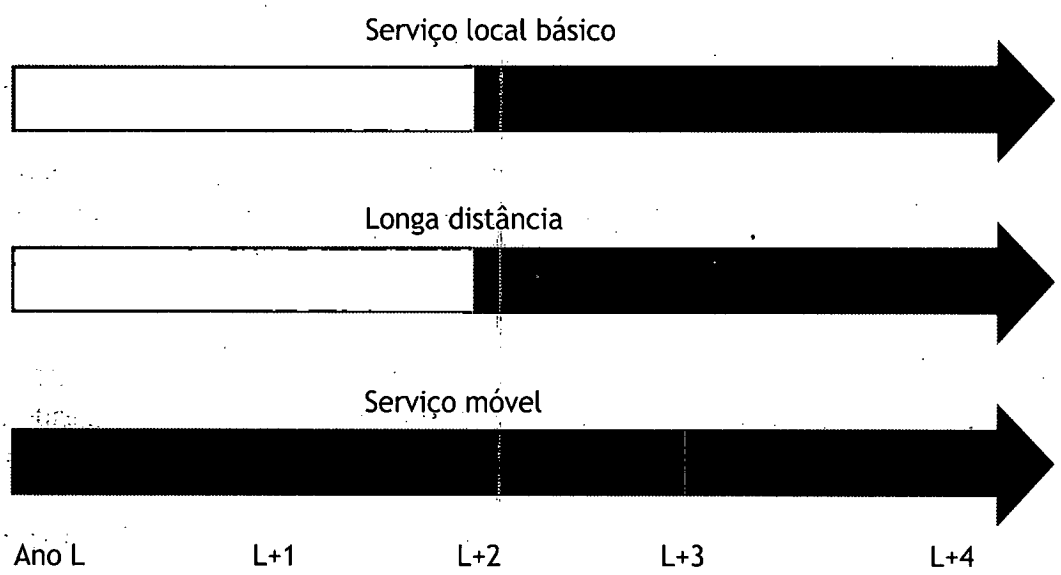
■ A nova TELEBRÁS e a EMBRATEL precisarão de um período de estabilidade legal de aproximadamente um ano para desenvolver uma estratégia de marketing orientada para o usuário e para melhorar seu enfoque de serviços ao cliente, estando os novos licenciados autorizados a operar nos mercados de serviços locais, nacional de longa distância e internacional a partir do ano L+2.

No início do ano L+2, este modelo propõe a introdução de concorrência completa e aberta para todos os fornecedores de serviços licenciados em todos os territórios de serviços fixos de linha com fios. No início do ano L+3, o duopólio regional em telefonia móvel será aberto para operadores PCS licenciados.

O cronograma proposto para liberalização de cada classe de serviço é apresentado a seguir; as partes das setas em cinza claro representam períodos sem concorrência, as partes em cinza representam períodos de concorrência parcial e as partes em cinza escuro representam concorrência total.

A atual característica de empresa dominante, com acesso ao usuário final na Nova TELEBRÁS, bem como a abrangência nacional da EMBRATEL, poderá retardar a concorrência efetiva por parte da entrada de novas empresas em todos os serviços. O estabelecimento da concorrência nos níveis local ou regional poderá ser limitado exclusivamente a áreas específicas de alta atratividade econômica, exigindo uma atuação efetiva de um órgão regulador forte para viabilizar a implementação deste modelo.

Cronograma de introdução do modelo nacional de concorrência



3.2. Estrutura jurídica da privatização

Três abordagens jurídicas de reestruturação podem ser utilizadas para a privatização no modelo nacional:

■ *Estrutura via cisão* - Esta estrutura envolve a divisão da TELEBRÁS em Nova TELEBRÁS e EMBRATEL através do mecanismo de cisão, dando ao governo participações nas duas empresas, que são então alienadas;

■ *Estrutura de venda pela TELEBRÁS* - Esta estrutura envolve a venda inicial pela TELEBRÁS de sua participação de 98% na EMBRATEL, seguida pela venda da participação governamental na TELEBRÁS;

■ *Estrutura de redução de capital* — Através desta estrutura, a TELEBRÁS distribui, em base pro-rata, suas ações na EMBRATEL para os acionistas da TELEBRÁS e reduz seu capital; a seguir, o governo aliena sua participação tanto na TELEBRÁS quanto na EMBRATEL.

Na tabela a seguir encontram-se resumidos os detalhes jurídicos de cada uma das três abordagens anteriores.

Comparação de estruturas jurídicas de privatização para o modelo nacional

	Cisão	Venda pela TELEBRÁS	Redução do capital
Avaliação	■ A cisão ativa o *direito de recesso* e a venda do controle da Nova TELEBRÁS pelo governo ativaria a *oferta pública*, se não for aprovado o Projeto de Lei 1564 ■ A separação da EMBRATEL antes da venda permite ao governo vender apenas sua participação pro-rata na EMBRATEL, evitando a venda pela TELEBRÁS de sua participação na EMBRATEL	■ Processo de privatização iniciado rapidamente com a venda da EMBRATEL ■ A venda da EMBRATEL pode ativar o *direito de recesso*, que pode ser evitado pela aprovação do Projeto de Lei 1564 ■ A venda do controle da TELEBRÁS ativa a *oferta pública*, sem a aprovação do Projeto de Lei 1564 ■ A TELEBRÁS deve vender toda sua participação na EMBRATEL para permitir que o governo aliene sua participação na EMBRATEL	■ Processo relativamente mais lento, mas não aciona o *direito de recesso* ■ A separação da EMBRATEL antes da venda permite ao governo vender apenas sua participação pro-rata na EMBRATEL, evitando a venda pela TELEBRÁS de toda sua participação na EMBRATEL ■ A distribuição pro-rata da EMBRATEL aos acionistas da TELEBRÁS não aciona o *direito de recesso* ■ A venda do controle da TELEBRÁS aciona a *oferta pública*, sem a aprovação do Projeto de Lei 1564

Dessas três estruturas legais, a opção cisão serve melhor aos dois objetivos de separar completamente a EMBRATEL e a TELEBRÁS e de vender as participações do governo nas duas entidades:

■ o tamanho da transação é menor, devido à possibilidade do governo vender apenas o controle da EMBRATEL a partir da cisão;

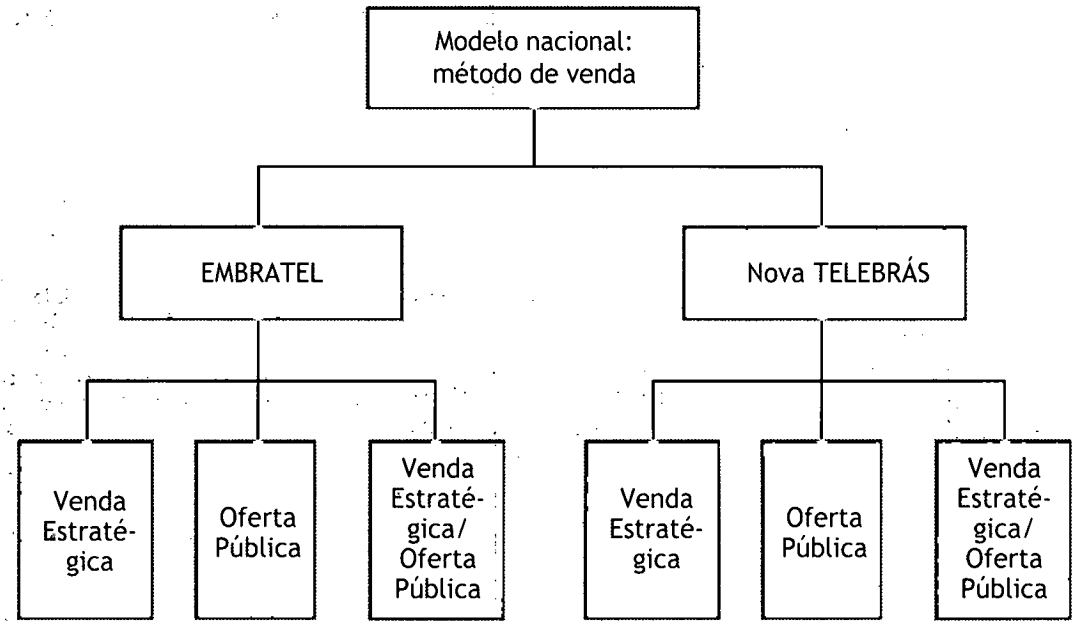
■ esta opção é menos propensa a atrasos do que as outras;

■ a estrutura de cisão depende da aprovação do Projeto de Lei 1564. Caso esse projeto de lei não seja aprovado ou se atrase substancialmente, a divisão da TELEBRÁS poderá ser obtida através do processo de redução de capital.

3.3. Métodos de venda da privatização

O modelo nacional requer apenas duas vendas para a privatização das entidades reestruturadas da TELEBRÁS. Dependendo do tipo da estrutura jurídica selecionada, o governo pode alienar suas participações na Nova TELEBRÁS e/ou na EMBRATEL. A continuidade relativa das estruturas operacionais, combinada com a possibilidade de estabilidade gerencial, permite que a privatização seja feita tanto por intermédio de vendas estratégicas quanto via lançamento de ações no mercado, conforme representado no seguinte quadro:

Métodos de venda da privatização



3.3.1. EMBRATEL

■ A atração característica dos negócios de longa distância/internacionais, combinada à presença consolidada da EMBRATEL no mercado deverá resultar em um forte interesse tanto de investidores estratégicos quanto institucionais.

■ Dadas as reações negativas do mercado às perdas relativamente rápidas de participação no mercado e à pressão baixista nos preços determinadas pela competição, o curto período de estabilidade de que a EMBRATEL disporá especialmente da concorrência da Nova TELEBRÁS, será determinante na determinação do valor da empresa.

3.3.2. Nova TELEBRÁS

■ A dimensão e a escala da Nova TELEBRÁS reduzem a possibilidade de adoção do método de venda a parceiro estratégico, pois tal venda resultaria na maior privatização por vendas estratégicas já ocorrida na área de telecomunicações a nível mundial. Isto limitaria o número de investidores estratégicos capazes de fazer boas ofertas. Além disso, haveria a possibilidade de ocorrerem as seguintes conseqüencias:

- Tensão de demanda reduzida e menor ágio na venda estratégica;

- Formação de grandes consórcios, potencialmente instáveis;

■ Uma oferta pública de ações da Nova TELEBRÁS pode ser atrativa devido à sua predominância no mercado brasileiro. Entretanto, a percepção comum dos investidores de que as empresas de telefonia básica têm menores potenciais de crescimento representaria um significativo desafio de marketing.

3.4. Sumário: avaliação do modelo nacional

	Nova TELEBRÁS	EMBRATEL
Atratividade para o mercado	■ Possível venda para investidores institucionais no mercado de ações, que conhecem o histórico de crescimento das telecomunicações no Brasil ■ A venda estratégica é difícil, devido aos valores e às limitações de financiamento ■ A banda A é fundamental para atrair a atenção do investidor ■ A concorrência por etapas não causará um impacto significativo na atratividade ao investidor, mas a concorrência imediata poderá causar ■ A nova TELEBRÁS seria a maior fornecedora de serviços básicos na América Latina ■ A Nova TELEBRÁS continuaria sendo a maior provedora de serviços locais e não perderia, a curto prazo, fatias importantes do mercado para concorrentes	■ Atrativa para investidores estratégicos e do mercado de capitais ■ Possibilidade de atenuar os efeitos negativos sobre o valor e atratividade a investidores através do uso de medidas temporárias de proteção, tais como as implementadas no Chile ■ Os negócios de telefonia básica podem não ser atraentes no curto prazo
Valor	■ Número limitado de compradores estratégicos e potencial para baixo prêmio de controle ■ Os serviços na banda A, o status de fornecedor predominante de serviços básicos e a vantagem sobre a concorrência nos serviços de longa distância aumentam o valor ■ A concorrência nos serviços básicos tem impacto limitado sobre o valor	■ Impacto negativo devido à concorrência da Nova TELEBRÁS e dos novos entrantes ■ Potencial para obter um ágio de controle dos compradores estratégicos ■ A capacidade de penetração no mercado de serviços locais tem impacto limitado
Velocidade	■ Processo de reestruturação relativamente simples ■ Pequeno número de vendas ■ Processo de privatização relativamente rápido	

Anexos

Anexo A
Análise das empresas regionais

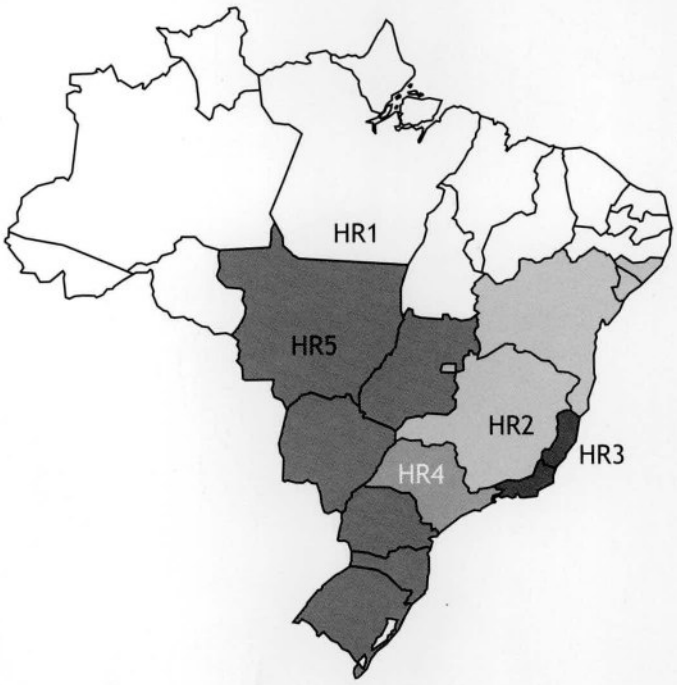
Cenário 1

	HR1	HR2	HR3	HR4	HR5
Receita[1] (US$ milhões)	697	1.607	3.329	3.994	1.383
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	867	1.930	4.269	5.082	1.542
Margem de EBITDA[2] (%)	57,2	57,3	46,2	55,4	52,7
Penetração[3] (%)	4,58	4,74	10,85	15,22	9,44
PIB/capita[4] (US$)	1.867	1.544	3.462	4.672	3.590

(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 2

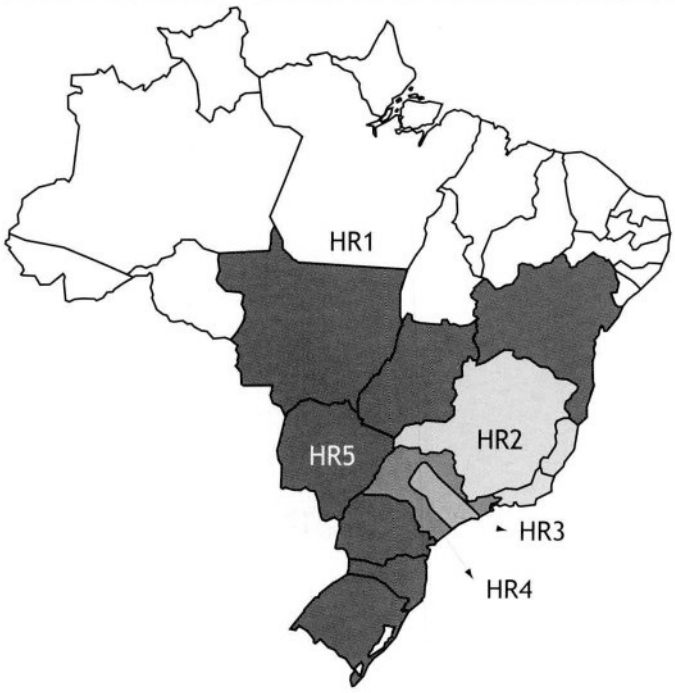
	HR1	HR2	HR3	HR4	HR5
Receita[1] (US$ milhões)	1.809	1.793	1.575	3.994	1.838
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	2.363	2.187	1.918	5.082	2.138
Margem de EBITDA[2] (%)	54,6	56,1	34,9	55,4	56,6
Penetração[3] (%)	5,60	6,68	11,61	15,22	8,97
PIB/capita[4] (US$)	1,766	2.304	4.139	4.672	3.337



(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 3

	HR1	HR2	HR3	HR4	HR5
Receita[1] (US$ milhões)	1.976	2.634	1.997	1.997	2.405
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	2.559	3.269	2.541	2.541	2.778
Margem de EBITDA[2] (%)	54,7	42,3	55,4	55,4	57,9
Penetração[3] (%)	5,49	10,31	15,22	15,22	7,51
PIB/capita[4] (US$)	1.749	3.483	4.672	4.672	2.911



(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

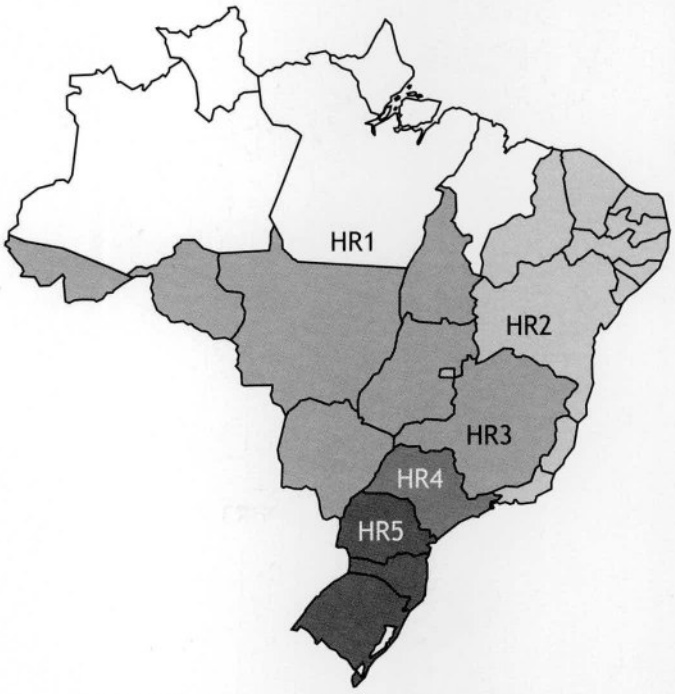
Cenário 4

	HR1	HR2	HR3	HR4	HR5
Receita[1] (US$ milhões)	1.454	2.208	2.123	3.994	1.230
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	1.814	2.638	2.801	5.082	1.354
Margem de EBITDA[2] (%)	54,0	42,4	57,7	55,4	51,8
Penetração[3] (%)	4,51	8,41	9,52	15,22	9,44
PIB/capita[4] (US$)	1.520	3.067	2.880	4.672	3.629

(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 5

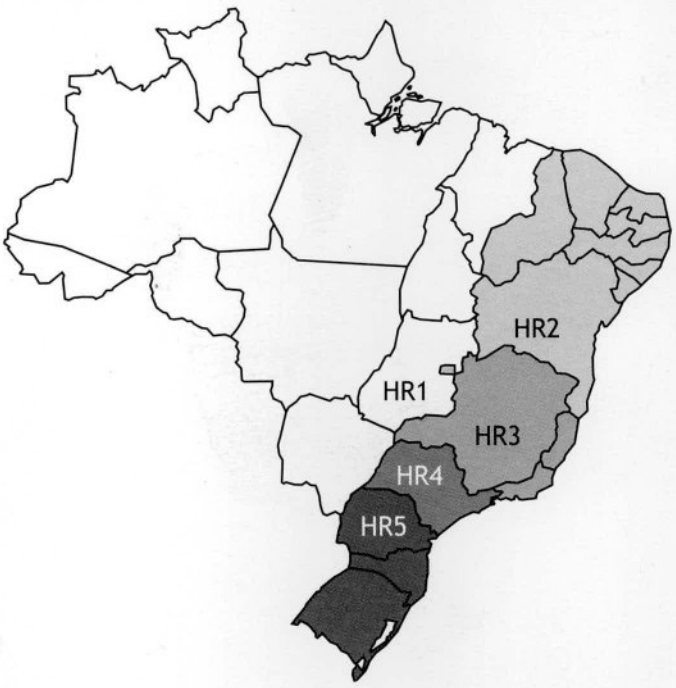
	HR1	HR2	HR3	HR4	HR5
Receita(1) (US$ milhões)	480	3.182	2.123	3.994	1.230
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	604	3.847	2.801	5.082	1.354
Margem de EBITDA(2) (%)	52,6	46,2	57,7	55,4	51,8
Penetração(3) (%)	4,22	6,72	9,52	15,22	9,44
PIB/capita(4) (US$)	1.801	2.293	2.880	4.672	3.629



(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 6

	HR1	HR2	HR3	HR4	HR5
Receita(1) (US$ milhões)	1.543	1.607	2.634	3.994	1.230
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	2.054	1.930	3.269	5.082	1.354
Margem de EBITDA(2) (%)	59,2	57,3	42,3	55,4	51,8
Penetração(3) (%)	7,19	4,74	10,31	15,22	9,44
PIB/capita(4) (US$)	2.354	1.544	3.483	4.672	3.629



(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 7

	HR1	HR2	HR3	HR4
Receita[1] (US$ milhões)	894	2.211	2.403	792
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	1.867	5.199	5.082	1.542
Margem de EBITDA[2] (%)	59,1	47,9	55,4	52,7
Penetração[3] (%)	7,02	7,18	15,22	9,44
PIB/capita[4] (US$)	2.295	2.418	4.672	3.590

(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

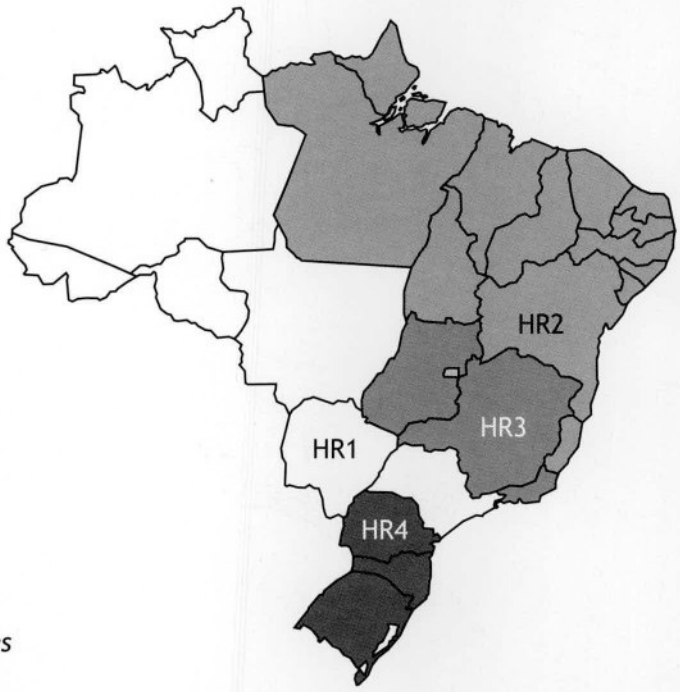
Cenário 8

	HR1	HR2	HR3	HR4
Receita[1] (US$ milhões)	2.110	2.323	3.994	2.582
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	2.655	2.919	5.082	3.032
Margem de EBITDA[2] (%)	56,3	56,9	55,4	41,7
Penetração[3] (%)	8,28	5,29	15,22	10,82
PIB/capita[4] (US$)	2.707	1.717	4.672	3.913

(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 9

	HR1	HR2	HR3	HR4
Receita[1] (US$ milhões)	2.504	2.547	2.731	3.227
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	3.159	3.159	3.475	3.895
Margem de EBITDA[2] (%)	56,6	56,3	44,0	54,0
Penetração[3] (%)	12,17	5,44	10,33	12,55
PIB/capita[4] (US$)	4.238	1.774	3.402	4.247



(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 10

	HR1	HR2	HR3	HR4
Receita[1] (US$ milhões)	1.454	3.267	3.994	2.294
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	1.814	3.989	5.082	2.804
Margem de EBITDA[2] (%)	54,0	45,9	55,4	56,6
Penetração[3] (%)	4,51	8,57	15,22	9,81
PIB/capita[4] (US$)	1.520	2.988	4.672	3.377

(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 11

	HR1	HR2	HR3	HR4
Receita[1] (US$ milhões)	480	4.241	3.994	2.294
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	604	5.199	5.082	2.804
Margem de EBITDA[2] (%)	52,6	47,9	55,4	56,6
Penetração[3] (%)	4,22	7,18	15,22	9,81
PIB/capita[4] (US$)	1.801	2.418	4.672	3.377

(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 12

	HR1	HR2	HR3	HR4
Receita[1] (US$ milhões)	1.543	4.241	3.994	1.230
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	2.054	5.199	5.082	1.354
Margem de EBITDA[2] (%)	59,2	47,9	55,4	51,8
Penetração[3] (%)	7,19	7,18	15,22	9,44
PIB/capita[4] (US$)	2.354	2.418	4.672	3.629

(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

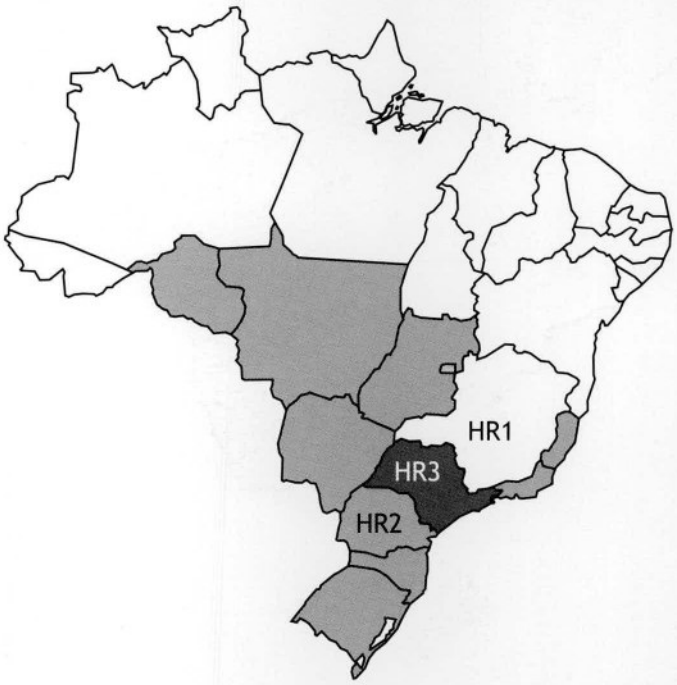
Cenário 13

	HR1	HR2	HR3
Receita[1] (US$ milhões)	3.748	3.267	3.994
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	4.618	3.989	5.082
Margem de EBITDA[2] (%)	55,6	45,9	55,4
Penetração[3] (%)	6,71	8,57	15,22
PIB/capita[4] (US$)	2.413	2.988	4.672

(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 14

	HR1	HR2	HR3
Receita[1] (US$ milhões)	3.540	3.476	3.994
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	4.474	4.133	5.082
Margem de EBITDA[2] (%)	55,6	46,5	55,4
Penetração[3] (%)	6,08	9,90	15,22
PIB/capita[4] (US$)	2.012	3.558	4.672



(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 15

	HR1	HR2	HR3
Receita[1] (US$ milhões)	3.525	3.784	3.700
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	4.602	4.558	4.528
Margem de EBITDA[2] (%)	56,2	47,1	55,0
Penetração[3] (%)	9,05	7,59	11,98
PIB/capita[4] (US$)	3.315	2.642	4.089

(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 16

	HR1	HR2	HR3
Receita[1] (US$ milhões)	2.774	4.241	3.994
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	3.408	5.199	5.082
Margem de EBITDA[2] (%)	55,9	47,9	55,4
Penetração[3] (%)	7,95	7,18	15,22
PIB/capita[4] (US$)	2.948	2.418	4.672

(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Cenário 17

	HR1	HR2	HR3
Receita[1] (US$ milhões)	5.537	4.241	1.230
Nº de linhas fixas em serviço (mil)	7.135	5.199	1.354
Margem de EBITDA[2] (%)	56,4	47,9	51,8
Penetração[3] (%)	11,52	7,18	9,44
PIB/capita[4] (US$)	3.649	2.418	3.629

(1) Receita líquida total sendo o resultado da soma das receitas líquidas de cada "Tele"
(2) Dados de 1995
(3) Nº de linhas fixas em serviço/100 habitantes
(4) dados de 1994

Anexo B
Análise da TELEBRÁS e do setor brasileiro de telecomunicações

Anexo B
Análise da TELEBRÁS e do setor de brasileiro de telecomunicações

A. Visão geral

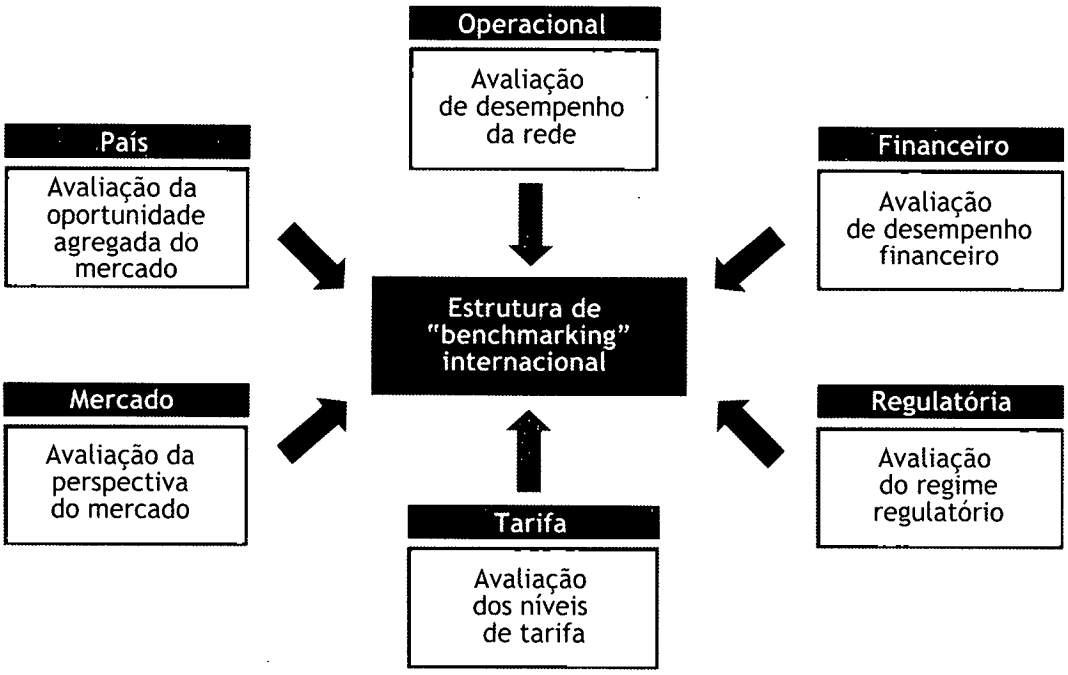
A análise do enfoque pelo qual os investidores estratégicos e os investidores do mercado avaliam as empresas de telecomunicações em todo o mundo é essencial para o desenvolvimento de uma estratégia de reestruturação e privatização. A finalidade dessa análise é fornecer ao Ministério das Comunicações as estruturas básicas que serão utilizadas, tanto por investidores estratégicos quanto por investidores do mercado público, para estimar os mercados público e privado a fim de iniciarem a sua avaliação do Sistema TELEBRÁS. A própria análise subjacente baseia-se em um conjunto de indicadores operacionais, financeiros, de mercado e de país que serão utilizados para fazer uma comparação quantitativa, e classificar implicitamente as diversas oportunidades internacionais de investimento. Embora os investidores estratégicos utilizem essa abordagem apenas como uma avaliação preliminar, como base para a sua análise completa, os investidores do mercado muitas vezes não dispõem de muito mais para utilizar como medida quantitativa.

O objetivo secundário desta avaliação é rever algumas metas de desenvolvimento para o Sistema TELEBRÁS, conforme definido pelo Programa de Recuperação e Ampliação dos Sistemas de Telecomunicações e Postal de 1995 ("PASTE"). A comparação de indicadores operacionais atuais e futuros do Sistema TELEBRÁS dará origem a um perfil de longo prazo do setor de telecomunicações, que será utilizado por investidores para obter um entendimento da velocidade de transformação do setor de telecomunicações brasileiro.

Por fim, esta seção definirá as taxas de crescimento financeiro e operacional que seriam necessárias para atingir determinadas metas internacionais. A estrutura nacional atual será revista e comparada a operadores internacionais de telecomunicações. Utilizando horizontes de tempo de cinco e de dez anos, as taxas de crescimento necessárias para atingir diversos níveis de maturidade de rede e massa crítica financeira serão então calculadas. Dadas as grandes incertezas envolvidas no processo de reestruturação, na reforma regulatória e na estratégia de privatização, tanto as metas quanto as taxas de crescimento necessárias para atingi-las serão utilizadas apenas para fins meramente ilustrativos.

B. Estrutura para comparações internacionais

A estrutura para o processo comparativo ("*benchmarking*") pode ser dividida em uma série de componentes: país, operacional, financeira, avaliação de mercado, tarifa e estrutura regulatória. A avaliação de mercado só poderá ser utilizada como medida se existir um mercado de capitais relativamente líquido para as ações ordinárias da empresa analisada. A técnica de "*benchmarking*" quantitativo menos útil é a avaliação de estruturas regulatórias, devido às decisões altamente qualitativas que devem ser tomadas. Cada estrutura de "*benchmarking*" será explicada adiante com mais detalhes.



"Benchmark" de país

Os objetivos do "*benchmarking*" *de país* são verificar o grau de desenvolvimento do país e compreender o potencial de crescimento dos serviços de telecomunicações. Muitas vezes, será o primeiro passo na avaliação de oportunidades potenciais de investimento. Basicamente, o "*benchmarking*" de país se constitui em uma breve análise macroeconômica e demográfica. Evidências empíricas tem demonstrado que o grau de desenvolvimento econômico (medido pelo PIB per capita) está intimamente ligado à maturidade e sofisticação da rede e do mercado de serviços de telecomunicações. O potencial de crescimento e o tamanho potencial do mercado de telecomunicações são medidos pelo tamanho e o crescimento da população, a dimensão e o

crescimento da economia nacional e a contribuição do setor de telecomunicações à economia nacional. A estabilidade de preços e a possibilidade de se repatriar recursos financeiros são consideradas pela análise da taxa de inflação e pelas flutuações da moeda nacional. Para determinar o risco econômico e político, os investidores analisam, também, a classificação do crédito soberano de um país, se houver. Por fim, os investidores consideram o tamanho, a liquidez e o desempenho dos mercados de capital locais a fim de preparar uma estratégia de saída, além de avaliar o potencial para a demanda de investimento local.

"Benchmark" operacional

Os indicadores operacionais utilizados no "*benchmarking*" básico servem de aproximações para as medidas de demanda não atendida, a oferta de serviços de telecomunicações, o grau de modernização tecnológica e a medida de produtividade do ativo operacional básico - a linha em serviço. Para o investidor, essas medidas operacionais básicas fornecem uma indicação da maturidade relativa da rede e do potencial de crescimento em serviços de telecomunicações básicas, sem fio e avançadas. Medidas adicionais também serão utilizadas por investidores estratégicos e analistas mais sofisticados de pesquisa de mercados, tais como os indicadores de qualidade do serviço, volumes de tráfego, listas de espera e a tecnologia e configuração da rede. As medidas de produtividade, sejam na forma de índices de capital para trabalho ou índices de receita para ativo/empregado, estarão sujeitas a grandes incertezas caso os dados consolidados da empresa não estejam desagregados por tipo de receita ou classe de funcionário. Além disso, é preciso tomar cuidado em comparações internacionais para identificar com clareza o que foi incluído na taxa de digitalização e que as linhas consideradas nos cálculos de penetração e produtividade estejam em operação. De qualquer maneira, como uma abordagem simplista, a análise de "*benchmark*" operacional fornece uma medida do grau de desenvolvimento de uma rede de telecomunicações.

"Benchmark" financeiro

Os indicadores financeiros utilizado na análise básica de "*benchmarking*" têm importância fundamental para os investidores. Enquanto as receitas refletem o tamanho da empresa, a lucratividade é quantificada nos cálculos marginais, a alavancagem é medida pelas taxas de capitalização e os retornos históricos são avaliados pelas taxas médias de retorno sobre o capital. "*Benchmarks*" financeiros adicionais também serão utilizados para determinar a composição de receitas e custos, taxas efetivas de impostos e outras medidas de retorno e alavancagem. Na falta de projeções da própria empresa, as taxas históricas de crescimento financeiro serão utilizadas para determinar a maturidade e o potencial de crescimento da rede e das linhas de negócios. Na

verdade, surgem problemas nas comparações internacionais em conseqüência de diferenças nos sistemas de contabilidade e regimes de tributação. Quando são comparadas receitas em diferentes países, por exemplo, um padrão deve ser adotado para excluir os efeitos de impostos sobre o valor agregado e de alguns tipos de cobranças de *royalties* ou interconexão. Surgem ainda outras questões no cálculo de um padrão para a receita operacional (lucros antes de impostos e juros líquidos - *EBIT*), fluxo de caixa operacional (lucros antes de impostos e juros líquidos, mais depreciação e amortização - *EBITDA*) e resultado líquido. Além de tentar conciliar os padrões de contabilização, as estatísticas financeiras absolutas, como receitas, devem ser representadas em uma moeda comum, em geral dólares norte-americanos. Embora uma taxa de câmbio anual média deve ser aplicada aos fluxos no demonstrativo de resultados e uma taxa de câmbio de final de período a uma folha de balanço, ainda assim podem surgir problemas com moedas que apresentam depreciação rápida.

"Benchmark" de valor de mercado

A capacidade de avaliar como o mercado vê a empresa de telecomunicações é extremamente importante, visto que essa visão representa um julgamento do mercado sobre uma combinação de todos os outros parâmetros de *"benchmarking"* juntos. Nos casos em que houver disponível um preço de mercado doméstico ou internacional, os investidores o utilizarão como um dos parâmetros mais importantes para a tomada de uma decisão de investimento. Podem surgir complicações na análise quando a estimativa do mercado não refletir os aspectos fundamentais, isto é, os resultados e projeções financeiras. As ferramentas de tal análise são indicadores históricos e projetados de valor de mercado e do negócio, bem como taxas de rendimentos, como o rendimento de dividendos (dividendo anual antecipado por ação dividido pelo preço da ação) e o retorno total (crescimento de lucros projetado durante 5 anos mais o rendimento de dividendos).

"Benchmark" de tarifas

O *"benchmarking"* de tarifas é composto de uma comparação relativa e uma comparação absoluta de tarifas. Para a análise relativa, devem ser calculados os índices de tarifas locais em relação a tarifas de longa distância nacionais e internacionais. A análise absoluta envolve a determinação do preço de uma chamada de duração e alcance padrão em uma moeda comum para uma série de empresas internacionais de telecomunicações. Comparações de tarifas de instalação e de assinatura também são comuns. O objetivo do *"benchmarking"* de tarifas é a determinação do nível de rebalanceamento de tarifas necessário para se alinhar os preços com os custos da prestação dos serviços.

"Benchmark" regulatório

De todas as medidas anteriores, este método de *"benchmarking"* é talvez o mais ambíguo e variável. Para utilizar uma comparação quantitativa, diversos regimes regulatórios devem ser classificados subjetivamente por estrutura competitiva (altamente competitiva, concorrência moderada ou monopólio), transparência (previsibilidade e clareza de definição do processo de definição de tarifas) e flexibilidade (processo de aprovação de alteração de tarifas e a capacidade das tarifas acompanharem a inflação). De modo geral, os regimes regulatórios preferidos pelos investidores são aqueles que apresentam transparência e possuem um alto grau de flexibilidade na cobertura dos custos, que podem mover-se de acordo com as ameaças da concorrência e acompanhar a inflação. Os regimes de limite superior de preços (*"caps"*) costumam atender a esses critérios, com a exceção de casos como a da BT no Reino Unido, em que a capacidade da empresa de manter os preços da cesta de serviços alinhados com a inflação é reduzida de forma significativa por um fator de eficiência, ou fator "X". Os regimes competitivos forçam a eficiência e aumentam a lucratividade, mas também podem reduzir a capacidade de aumentar a participação de mercado. Assim, embora a definição de um regime regulatório é extremamente importante, a capacidade de efetuar o *"benchmark"* quantitativo de regimes regulatórios permanece limitada.

C. Universo de "benchmarking" internacional e avaliação do Sistema TELEBRÁS

Embora centenas de empresas de telecomunicações estejam em operação em todo o mundo, a gama de empresas com as quais o Sistema TELEBRÁS pode ser comparado é limitada. A partir da perspectiva da operação de linhas de negócios, apenas as entidades de telecomunicações envolvidas no fornecimento de comunicações locais, de longa distância, sem fio e de dados devem ser incluídas no universo de *"benchmarking"*. Dado o grau de desenvolvimento econômico do Brasil e o *status* da TELEBRÁS como empresa independente, a faixa de empresas pode ser ainda mais reduzida para empresas da América do Norte, América Latina, Europa e Ásia que são independentes, isto é, aquelas que não fazem parte de um Ministério de Comunicações nacional ou de um sistema tradicional de Correio, Telefones e Telégrafos (PTT). Para permitir uma análise de *"benchmarking"* abrangente, o universo deve incluir entidades de telecomunicações nas categorias acima que tenham sido totalmente privatizadas, parcialmente privatizadas e outras que continuem totalmente estatizadas. As tabelas a seguir identificam o universo de empresas que apresentam maior probabilidade de serem utilizadas pela comunidade de investidores internacionais para fins da análise de *"benchmarking"*.

Universo de benchmarking internacional

América do Norte	América Latina	Europa	Ásia
BEC	CANTV	Deutsche Telekom*	NTT
AT&T	Colômbia**	France Telecom**	Korea Telecom*
MCI	Bolívia**	KPN	MTNL*
Sprint	CTC	TeleDanmark*	*USNL**
LDDS/Worldcom	*Entel-Chile*	Telia	PT Telkom
Bell Atlantic	Telecom Argentina	STET*	*Indosat*
GTE	Telefonica Argentina	Telecom Italia*	Telecom Asia
BellSouth	Telmex*	Telefonica de España*	TT&T
NYNEX	Telefonica del Peru*	OTE*	Telekom Malaysia*
Ameritech		Portugal Telecom*	Pak Telecom*
SBC Communications		BT	Sri Lanka Telecom**
Pacific Telesis		C&W	New Zealand Telecom
US West		Polônia**	Telstra**
		Rússia**	
		Romênia**	
		Turk Telekom**	
		Bezeq*	

Texto em itálico indica provedor de serviço de longa distância;
** Parcialmente privatizada;*
*** Totalmente estatizada.*

"Benchmark" de país

A percepção do valor da TELEBRÁS, pelo investidor, será inevitavelmente influenciada pelo risco inerente percebido em um investimento num mercado emergente. O perfil de risco de um mercado individual será determinado por uma série de fatores, incluindo as avaliações da classificação de crédito soberano, o potencial de crescimento econômico, o desenvolvimento econômico, a estabilidade de preços, a estabilidade da taxa de câmbio e, neste caso, a maturidade e o desenvolvimento do mercado de telecomunicações.

O método mais aceito de estimativa do desenvolvimento econômico é a avaliação do PIB *per capita*. Essa medida oferece uma boa representação da sofisticação da economia e, portanto, do mercado de telecomunicações, em comparação com outros países da América Latina e de outras regiões. Dentro desse critério, o Brasil se destaca bastante, com PIB *per capita* de US$ 3.596 em 1995, ficando atrás da Argentina e do Chile, tendo este último apresentado vários anos de crescimento econômico estável, com baixos índices de inflação. Isso demonstra aos investidores que, embora a economia permaneça saudável, continua havendo um potencial de crescimento ainda maior. O crescimento econômico real comprovado de 4,2% em 1995 coloca o Brasil em boa posição entre os demais países neste aspecto.

Esse ambiente saudável é reforçado, ainda, pela existência de uma estabilidade contínua de preços e da taxa de câmbio. Os problemas de hiperinflação do Brasil no início da década de 90 foram superados, com o aumento de preços, num período de 12 meses, caindo de uma taxa superior a 2.000% em 1993 para aproximadamente 13% em 1996. Além disso, os analistas estimam que essa taxa apresente uma queda ainda maior, para menos de 10% em 1997. Mais uma vez, em comparação com os outros países da América Latina, por exemplo a Venezuela e o México, dois grandes destinatários de investimentos

estrangeiros, o Brasil apresenta resultados mais favoráveis do que aquelas economias, que têm tido índices de inflação acima de 50%. Na Ásia, que em determinados aspectos pode ser considerada diretamente comparável com o Brasil, as taxas de inflação são geralmente mais baixas. Os investidores, no entanto, em geral consideram as economias da América Latina uma comparação melhor para o Brasil.

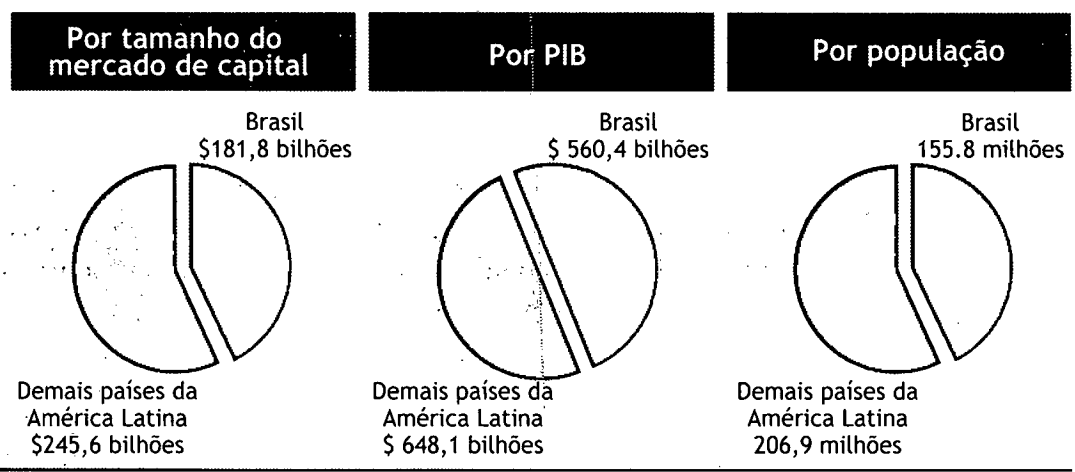
No entanto, apesar desses fortes indicadores positivos da força da economia, a avaliação do crédito do Brasil fica ligeiramente abaixo dos outros países latinos, indicando um fator de risco maior associado ao investimento. Isto se deve a um grau mais alto de risco político percebido no Brasil.

O potencial para o desenvolvimento econômico do país é demonstrado com clareza pelos fatores acima. O desenvolvimento das telecomunicações também apresenta um potencial elevado, conforme demonstrado pelo nível relativamente baixo das receitas de telecomunicações como percentual do PIB, de 1,2%, o menor apresentado por qualquer economia de mercado emergente comparável, com exceção da Polônia e da China. Este potencial de crescimento poderia se concretizar pelo crescimento da demanda que seria gerada pelas fortes perspectivas de crescimento econômico geral discutidos acima. O Plano *Real* vem demonstrando a capacidade de estimular o crescimento econômico com baixa inflação. Um dos primeiros beneficiários dessa prosperidade econômica será o setor de telecomunicações.

Em suma, o Brasil apresenta aos investidores uma expectativa de investimento interessante, com índices de inflação aceitáveis e um forte crescimento econômico.

Os quadros a seguir demonstram o tamanho relativo do mercado brasileiro em termos de economia e população, em comparação com o mercado da América Latina.

Brasil: economia em contexto



Esses quadros demonstram com clareza o poder da economia brasileira na América Latina, bem como a sua capacidade de impulsionar o crescimento em todo o continente. Esses fatores aumentam ainda mais a atração de investidores pelo Brasil.

A tabela a seguir coloca o Brasil no contexto de outras economias emergentes em termos do desenvolvimento econômico. Conforme discutido acima, o Brasil apresenta um bom desempenho, em termos dos grupos de comparação asiáticos e latino-americanos.

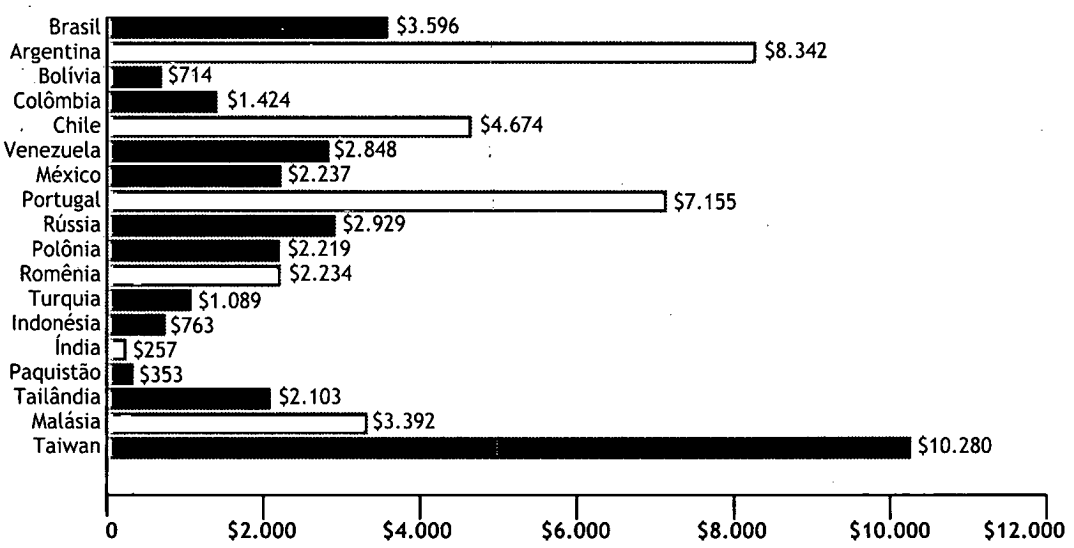
"Benchmarking" de país

País	População 1995	PIB 1995 (US$bn)	PIB/Capita 1995 (US$)	Crescimento PIB (%)	Inflação (%)	Setor Telecom como % do PIB	Tamanho do Mercado de Capitais (US$MM)	Avaliação de Crédito
América Latina								
Brasil	155,8	$560,4	$3.596	4,7	15,3	1,2	$181.820	B1/B+
Argentina	34,3	282,7	8.342	-4,4	1,6	1,6	43.550	B1/BB-
Bolívia	7,2	3,5	714	-	-	1,9	-	-
Colômbia	36,3	48,3	1.424	5,3	19,5	2,4	14.900	Baa3/BBB-
Chile	13,9	64,97	4.674	8,5	8,2	2,8	70.570	Baa1/A-
Venezuela	21,4	59,2	2.848	2,2	57,0	1,9	5.420	Ba2/B
México	93,7	209,61	2.237	-6,2	52,0	2,1	111.390	Ba2/BB
Europa								
Reino Unido	58,1	943,2	16.251	2,4	3,4	2,5	1.320.000	Aaa/AAA
Espanha	39,6	478,5	12.229	3,0	4,7	2,0	140.300	Aa2/AA
Portugal	9,8	74,9	7.155	2,5	4,1	2,9	20.999	A1/AA-
Itália	57,2	992,4	17.141	3,0	5,4	1,7	184.700	AA3/AA
Alemanha	81,1	1.719,2	21.198	1,9	1,8	2,1	562.300	Aaa/AAA
França	57,4	1.252,1	21.719	2,2	1,7	1,8	479.200	Aaa/AAA
Rússia	60,8	174,2	2.929	142,1	197,4	1,5	7.672	-
Polônia	148,4	329,4	2.219	35,0	26,8	0,6	-	Baa3/BBB-
Romênia	38,3	85,9	2.234	148,3	32,2	1,8	-	Ba3/BB-
Turquia	22,7	24,8	1.089	7,3	89,1	1,1	27.611	Ba3/B+
América do Norte								
EUA	260,5	6.343,3	24.580	2,0	2,8	2,8	6.186.000	Aaa/AAA
Canadá	29,1	551,7	19.834	2,2	2,2	2,0	305.100	Aa2/AA+
Ásia								
Indonésia	189,9	142,8	763	17,5	10,1	1,0	72.586	Baa3/BBB
Índia	913,6	231,9	257	18,1	10,5	1,2	141.079	Baa3/BB+
Japão	124,8	4.214,1	33.757	0,9	-0,1	1,6	3.404.600	Aaa/AAA
Coréia	94,5	330,8	7.509	12,7	4,5	2,1	168.113	A1/AA-
China	1.190,9	718,3	611	39,6	16,9	0,8	82.363	A3/BBB
Paquistão	126,3	43,3	353	18,7	12,3	2,0	8.812	B1/B+
Tailândia	58,7	123,7	2.103	15,7	5,1	1,3	125.784	A2/A
Malásia	19,5	64,8	3.392	13,7	5,3	2,4	195.500	A1/A+
Taiwan	21,3	214,4	10.280	-	9,8	2,3	214.524	Aa3/AA+

Fonte: Lehman Brothers research, OECD Economic Outlook, IPEA

Em suma, o Brasil apresenta uma opção atraente para os investidores, estratégicos e institucionais. Além disso, este ambiente oferece um excelente pano de fundo para o desenvolvimento contínuo e vigoroso do setor de telecomunicações.

Comparação PIB/capita (US$)



As recentes vendas de ativos no Brasil são prova disso. O processo corrente de concessões de celulares de Banda B atraiu a atenção dos operadores de telecomunicações nos EUA, Europa e Ásia. Entre os operadores que demonstraram interesse nos leilões da Banda B estão a AirTouch, AT&T, BellSouth, GTE e SBC. Esse grau de interesse representa uma evidência tangível da atração atual do mercado brasileiro a investidores estratégicos potenciais. A venda da CRT atraiu grandes investidores europeus ao Brasil, incluindo a STET, Telefónica de Espana, Telia e France Telecom.

"Benchmark" operacional

O *"benchmark"* operacional do Sistema TELEBRÁS oferece aos investidores uma valiosa indicação da eficiência do negócio. Normalmente, o investidor estará interessado em uma série de questões operacionais referentes a: (i) contato com o consumidor (por exemplo, o mecanismo de cobrança, tempos de espera das linhas e o atendimento ao consumidor), (ii) capacidade técnica do sistema (taxa de digitalização, taxa de chamadas não completadas, chamadas que caíram, qualidade e capacidade de comutação, congestionamento), (iii) a capilaridade do sistema (penetração das linhas, número de telefones públicos); e (iv) o ambiente regulatório (prestação universal de serviços e limites de preços).

O desempenho operacional do Sistema TELEBRÁS será certamente a chave para o resultado final de qualquer cenário de privatização, seja ele executado através de uma oferta pública de ações a compradores institucionais ou através de uma venda de participação a investidores estratégicos. As principais áreas de comparação apresentam várias questões conflitantes para o investidor. Por exemplo, embora a baixa penetração de linhas em serviço possa indicar a necessidade de amplos investimentos para alinhar a rede com outros sistemas, isto apresenta ao operador a oportunidade de concretizar um aumento de demanda e colocar a rede em conformidade com as suas especificações. Assim, esses indicadores operacionais, muito mais

"Benchmarking" operacional

Empresa	Linhas fixas em serviço	Penetração da área de serviço	Penetração da telefonia celular	Digitalização[b]	Receita/ linhas fixas em serviço	Linhas fixas em serviço/ empregado	Lista de espera[b] (anos)	Falhas por 100 linhas por ano[b]
América Latina								
TELEBRÁS	12,083	8,4%	0,89%	35,7%	$656	154	0,9	43,2
Telmex	8,869	9,7%	0,62%	82,7%	$614	141	0,2	–
Telecom Argentina	2,969	16,8%	0,59%	62,6%	$658	204	0,9	29,3
Telefonica Argentina	3,213	19,9%	0,59%	62,6%	$839	210	0,9	29,3
CTC (Chile)	1,891	14,2%	0,66%	100,0%	$608	205	1,2	80,0
Telefónica del Peru	1,234	5,2%	0,16%	28,7%	$897	196	4,3	46,7
América do Norte								
Ameritech	19,275	44,8%	9,26%[a]	65,0%[a]	$521	377	–	–
Bell Atlantic	20,033	59,6%	9,26%[a]	65,0%[a]	$468	324	–	–
BellSouth	21,492	46,5%	9,26%[a]	65,0%[a]	$589	291	–	–
NYNEX	17,138	54,8%	9,26%[a]	65,0%[a]	$661	287	–	–
Pacific Telesis	16,009	49,7%	9,26%[a]	65,0%[a]	$472	328	–	–
SBC Comms	14,466	46,7%	9,26%[a]	65,0%[a]	$578	243	–	–
U S WEST	14,847	47,3%	9,26%[a]	65,0%[a]	$591	296	–	–
Europa								
BT	27,072	46,4%	6,5%[b]	82,7%	$819	197	–	15,0
KPN	8,020	52,1%	2,1%[b]	100,0%	$1,439	263	–	2,9
Tele Danmark	3,159	60,8%	9,7%[b]	53,3%	$1,403	190	–	–
Telefonica de Espana	15,959	38,8%	1,0%[b]	47,8%	$822	220	–	1,7
Telecom Italia	24,542	42,9%	3,9%[b]	67,4%	$803	254	0,1	16,7
Portugal Telecom	3,673	39,1%	1,76%[b]	62,0%	$767	177	0,1	46,0
Asia								
MTNL	2,208	0,2%	–	66,0%	$395	36	1,9	218
Pakistan Telecom	2,127	1,7%	0,02%	60,0%	$466	41	1,1	110
PLDT	1,197	1,7%	0,3%	63,9%	$828	62	5,5	10
PT Telkom	3,291	1,7%	0,04%	77,4%	$676	88	0,3	32
TelecomAsia	804	1,4%	1,1%[c]	83,0%[c]	$237	302	4,0[c]	45[c]
Telekom Malaysia	3,332	16,6%	2,9%	92,5%	$627	116	0,3	63
TT&T	491	0,8%	1,1%[c]	83,0%[c]	$274	201	4,0[c]	45[c]

(a) Estimativas para o mercado total dos EUA
(b) Dados 1994
(c) Dados referentes a toda a Tailândia
Fonte: ITU, World Telecom Development Report

do que as outras técnicas de "*benchmarking*", devem ser considerados em conjunção com outras medidas de desempenho.

As medidas de comparação básicas são o número de linhas e a penetração. Nessas áreas, a TELEBRÁS apresenta uma atratividade razoável sobre os investidores. Ela possui uma base superior a 12 milhões de linhas, que é de longe o maior número entre as operadoras latino-americanas diretamente comparáveis. Embora a penetração de serviços esteja abaixo da média para o grupo, isto pode implicar duas conclusões úteis: primeiro, que os estágios preliminares de dificuldade financeira do desenvolvimento das telecomunicações foram superados; segundo, que é provável que haja ainda um aumento substancial da penetração sem a necessidade de haver uma redução significativa nas receitas por linha, para alcançar o consumidor marginal. Em comparação com os países emergentes do mercado asiático, a TELEBRÁS apresenta índices de penetração superior. Quanto ao nível de prestação de outros serviços, os números da penetração de telefonia celular no Brasil aparecem bem em termos de países da Ásia e América Latina.

Em termos de qualidade de rede e digitalização, o Brasil apresenta um desempenho inferior, ficando abaixo de todos os países mencionados anteriormente. O número de defeitos por linha está alinhado com os de outros mercados emergentes comparáveis.

As medidas de eficiência também pesam a favor da TELEBRÁS. A receita por linha a US$ 656, relacionada a uma penetração de 8,4%, é competitiva e oferece uma combinação interessante aos investidores. Essas duas medidas

ficam acima da maioria dos países comparáveis. Os números de linhas por funcionário são os mais baixos do grupo de países latino-americanos, embora fiquem acima dos países asiáticos comparáveis.

"Benchmark" financeiro

Em termos de receitas, a TELEBRÁS apresenta um desempenho muito bom. A empresa apresenta fluxos de receita semelhantes aos das menores empresas regionais dos EUA, como US WEST e Pacific Telesis, e bem acima das outras empresas latino-americanas comparáveis, ou das asiáticas. Isto indica efetivamente ao investidor o tamanho real da empresa, tanto em termos absolutos, como em comparação com outras operadoras.

As margens indicam a lucratividade da empresa ao investidor. As margens das empresas comparáveis na América Latina são, em média, mais altas que a da TELEBRÁS, indicando que a estrutura de custos nessas outras operadoras podem ser mais eficientes. Com relação ao EBITDA, a medida do fluxo de caixa operacional, as margens nos países comparáveis ficam na faixa de 72,0% a 25,0%, com a TELEBRÁS no meio da faixa a cerca de 53%. As margens de lucro líquido, uma medida do retorno de valor aos acionistas, distribuem-se em uma faixa menor, de 50,9% no Paquistão a cerca de 16% na Argentina. Como uma comparação adicional, as operadoras mais experientes e avançadas da Europa e América do Norte apresentam atualmente margens de lucros de aproximadamente 5-15%.

***"Benchmark"* financeiro**

	LTM	1993-1995 CAGR (%)[a]			Margens LTM (%)			Nível de Endividamento	Retorno sobre Capital	Dividendos
Empresa	Receitas	Receitas	EBIT	Lucro Líquido	EBIT	EBITDA	Lucro Líquido	(%)	(%)	(%)
América Latina										
Telebrás	$9.522	7,0	55,2	18,4	24,3	53,0	13,6	20,7	3,3	24,8
Telmex	$5.453	(24,5)	(20,2)	(37,4)	45,5	67,0	28,1	13,8	14,0	28,0
Telecom Argentina	$2.003	8,5	7,5	14,5	23,8	49,3	16,1	44,6	13,3	65,8
Telefonica Argentina	$2.696	27,0	29,5	16,8	26,5	46,9	16,2	28,1	12,7	55,9
CTC (Chile)	$1.153	9,9	34,1	27,2	31,0	55,4	28,6	50,5	19,4	35,7
Telefónica del Peru	$1.108	46,2	169,6	190,5	44,1	56,0	26,8	11,9	19,4	20,5
América do Norte										
Ameritech	$14.565	6,4	12,0	11,9	23,5	39,6	14,2	53,0	27,8	56,8
Bell Atlantic	$13.521	1,1	5,0	6,3	23,6	43,0	12,1	55,8	24,7	68,6
BellSouth	$18.755	6,1	-1,9	9,8	19,2	38,6	13,4	45,1	19,3	56,8
NYNEX	$13.893	0,0	1,8	4,0	19,2	37,3	10,9	60,5	22,4	67,5
Pacific Telesis	$9.427	-1,1	-2,0	-3,2	23,7	43,4	11,6	72,5	41,8	67,2
SBC Comms.	$13.572	8,1	16,0	12,6	25,3	41,9	15,1	53,2	30,0	50,5
U S WEST	$9.919	4,7	5,6	5,2	23,0	44,5	11,3	65,9	29,4	90,4
Europa										
BT	$22.185	2,2	5,5	8,8	20,5	35,8	15,7	23,0	17,6	50,9
KPN	$11.520	6,9	3,2	1,9	20,6	39,3	11,8	27,2	15,5	49,2
Tele Danmark	$3.296	7,1	11,4	25,4	22,9	40,3	18,5	15,1	13,8	45,0
Telefonica de Espana	$13.759	9,6	11,3	19,8	29,4	58,3	7,7	58,6	8,8	46,6
Telecom Italia	$19.704	1,2	5,0	6,2	19,6	53,4	5,8	42,4	8,7	51,7
Portugal Telecom	$2.818	6,6	10,9	48,4	25,2	48,2	8,4	40,0	9,8	33,0
Ásia										
MTNL	$872	21,5	25,3	58,7	39,5	53,9	19,4	75,9	31,8	10,1
Pakistan Telecom	$991	7,2	2,3	0,0	53,4	72,6	50,9	35,9	33,0	25,6
PLDT	$991	13,3	6,7	-2,5	34,9	49,1	20,0	48,4	13,2	6,6
PT Telkom	$2.226	21,4	16,5	26,7	27,2	50,2	17,8	35,5	14,8	10,6
TelecomAsia	$191	NM	NM	NM	NM	25,2	NM	35,3	-3,9	0,0
Telekom Malaysia	$2.089	39,3	13,0	15,5	37,1	60,7	30,0	24,3	15,4	31,8
TT&T	$135	NM	NM	NM	41,4	63,6	24,6	44,9	5,6	0,0

(a) CAGR da América Latina com aplicação apenas a 1994-95.
(b) Base: 25 de novembro de 1996.

Um fator adicional que deve ser uma consideração importante para os investidores são os indicadores de crescimento financeiro demonstrados pelas taxas de crescimento anual acumulada ("CAGR") dos indicadores financeiros chave como receitas, EBIT e Lucro Líquido. Os investidores estarão buscando um desempenho passado consistente como uma indicação de crescimento futuro. No período de 1993-1995, a TELEBRÁS apresentou taxas de crescimento relativamente baixas nas receitas e lucro líquido em comparação com outros países na Ásia e América Latina, mas melhorou sua estrutura de custos, evidenciada por crescimento no EBIT em mais de 55%. Segundo esse critério, a TELEBRÁS apresenta um desempenho muito bom, inferior a apenas um país latino-americano e um asiático. Conforme o previsto, as taxas de crescimento nos mercados mais desenvolvidos dos EUA e Europa foram bem menores nos últimos 3 anos.

Os investidores ficarão ainda atentos ao retorno proporcionado pela operadora e, nesse particular, eles estarão interessados no retorno sobre o capital ("ROE"). A TELEBRÁS apresenta um ROE bem abaixo de todo o universo de telecomunicações ilustrado acima.

"Benchmark" de valor de mercado

A TELEBRÁS é uma das empresas de telecomunicações com maior valor de mercado em todo o mundo, apresentando um valor total de mercado acima

"Benchmarking" do valor do mercado

		Preço por ação para: (múltiplo)				Valor de da companhia para:			
Empresa	Valor de mercado	EPS LTM	EPS 1996	EPS 1997	Valor Contábil	Receitas LTM	1996E EBITDA	Linhas de Acesso	Rendimento de Dividendo
América Latina									
Telebrás	$22.237	16,9	9,4	7,5	0,9	2,9	3,7	$2.244	1,4%
Telmex	$13.475	8,8	5,6	6,3	1,2	2,7	4,0	$1.668	3,2%
Telecom Argentina	$3.925	12,2	13,8	11,1	1,6	2,9	5,7	$2.079	5,4%
Telefonica Argentina	$6.100	14,0	10,4	9,2	1,8	2,8	5,6	$2.316	5,6%
CTC (Chile)	$5.125	15,6	14,7	13,8	3,0	5,8	9,2	$3.539	2,3%
Telefónica del Peru	$4.555	15,3	13,4	9,3	3,0	4,3	7,7	$3.850	1,3%
América do Norte									
Ameritech	$31.715	15,4	15,1	13,8	4,3	2,7	6,9	$2.039	3,7%
Bell Atlantic	$27.535	15,2	14,8	13,4	3,8	2,6	6,1	$1.755	4,6%
BellSouth	$40.290	16,0	15,9	14,6	3,1	2,7	6,8	$2.262	3,6%
NYNEX	$20.530	13,4	13,1	12,1	3,0	2,2	5,9	$1.798	5,0%
Pacific Telesis	$15.879	14,4	14,2	15,2	6,1	2,4	5,5	$1.391	4,7%
SBC Comms.	$31.475	15,4	15,1	13,9	4,6	2,9	6,8	$2.617	3,3%
U S WEST	$15.127	13,3	12,9	12,3	4,0	2,3	5,1	$1.509	6,8%
Europa									
BT	$36.637	10,5	11,2	10,2	1,9	1,7	4,8	$1.397	4,8%
KPN	$17.153	12,6	11,7	10,8	2,0	1,7	4,5	$2.414	3,9%
Tele Danmark	$6.071	9,9	9,0	8,2	1,4	1,4	3,4	$1.430	4,5%
Telefonica de Espana	$16.841	16,0	10,8	9,8	1,4	2,5	4,2	$2.166	2,9%
Telecom Italia	$14.854	13,5	13,6	11,9	1,1	1,1	2,1	$910	3,8%
Portugal Telecom	$4.852	20,4	15,6	13,6	2,0	2,3	4,7	$1.753	1,6%
Asia									
MTNL	$3.749	22,2	11,3	9,0	6,2	6,4	11,8	$2.253	0,0%
Pakistan Telecom	$5.567	11,0	NA	NA	3,4	6,5	8,9	$3.020	6,7%
PLDT	$3.220	16,2	17,5	16,2	1,8	4,8	9,8	$3.993	0,4%
PT Telkom	$15.395	38,9	24,7	20,6	4,8	7,3	14,6	$4.939	0,9%
TelecomAsia	$4.899	NM	NM	47,8	3,4	25,8	NM	$6.177	0,2%
Telekom Malaysia	$18.606	29,7	25,9	22,3	4,2	9,2	15,1	$5.745	0,2%
TT&T	$890	36,2	34,5	NA	1,5	10,2	16,0	$2.795	0,0%

(a) EPS: Lucro por ação (earnings per share).

de US$ 22 bilhões, representando mais de 35% do valor total de todas as empresas de telecomunicações latino-americanas, e cerca de 15% do valor total do mercado das Bolsas de Valores brasileiras. Este será um fator importante para os investidores institucionais, visto que lhes oferece uma orientação sobre o risco inerente do país associado às ações, e a extensão de que o investimento será um investimento de país. A dimensão do valor de mercado fornece ainda ao investidor uma noção da liquidez que pode estar disponível.

Os investidores darão grande ênfase aos múltiplos da empresa. Eles dão uma noção da visão da empresa pelo mercado de capitais, que será derivada de todos os fatores discutidos anteriormente. Os múltiplos são essenciais à análise de uma venda estratégica a investidores privados e serão utilizadas por investidores institucionais para colocar a operadora no contexto dos demais países. Existem, no entanto, alguns problemas com essa análise. É difícil fazer qualquer comparação direta entre múltiplos. Junto com qualquer avaliação de múltiplos, por exemplo, deve ser feito um ajuste para o risco oferecido pela economia, o clima político atual e uma série de outros fatores não específicos das telecomunicações. Isso acontece porque o preço da ação da operadora inclui um ajuste, definido pelo mercado, para estes fatores, visto que os investidores não investem nessas ações do mercado emergente das telecomunicações por fatores orientados exclusivamente pelas operações.

Um bom exemplo disso é a comparação entre as operadoras latino-americanas e asiáticas cotadas em bolsa para múltiplos de receitas, EBITDA e número de linhas. Enquanto as empresas em muitos casos oferecem uma história de telecomunicações semelhante, os múltiplos são bem mais altos na Ásia. Isso se deve em grande parte ao fato de que, em geral, as economias asiáticas são vistas pelos investidores como investimentos mais seguros, com economias mais estáveis do que as operadoras latino-americanas. Isso acontece pelo fato de que as avaliações de crédito (veja discussão anterior) são marginalmente melhores para os países asiáticos do que para os latino-americanos.

Não considerando esses problemas, a análise de múltiplos da TELEBRÁS traz algumas conclusões interessantes. Ela é considerada pelo mercado como uma das ações de telecomunicações mais "baratas" no setor na América Latina. Mesmo nesse grupo mais específico de empresas comparáveis, a análise de múltiplos às vezes falha. Embutido nos múltiplos da CTC, por exemplo, há um fator "X" para acomodar o forte desempenho financeiro do Chile nos últimos anos, e a sua baixa avaliação de crédito em comparação com outras operadoras latino-americanas. Atualmente, as ações da TELEBRÁS estão sendo vendidas a um dos níveis mais baixos das operadoras da América Latina, a 7,9 vezes o valor dos lucros estimados para 1997. Somente a Telmex, que passou a apresentar um risco de país mais alto após o colapso dos mercados mexicanos em 1995, tem suas ações vendidas a múltiplos mais baixos.

"Benchmark" de tarifas

O *"benchmarking"* de tarifas é comumente realizado a fim de avaliar o grau de desenvolvimento do sistema de telecomunicações. O processo de 'rebalanceamento' ocorre à medida que o sistema de telecomunicações amadurece e os preços cobrados ao consumidor se aproximam da estrutura de custos. Assim, em um setor de telecomunicações subdesenvolvido típico, a prestação de serviços básicos será bastante subsidiada pelos serviços mais avançados, isto é, as tarifas de chamadas locais e as cobranças por aluguel de serviços serão baixas com relação às tarifas de serviços internacionais e de longa distância.

"Benchmark" de tarifas

	Instalaão residencial	Tarifas			Relações		
		Local	Longa dist.(b)	Internacional(c)	Local/ Longa dist.	Internacional Local	Internacional Longa dist.
América Latina							
Brasil	$1,117.63	$0.04	$0.22	$1.91	0.18x	47.69x	8.67x
Argentina	$242.72	$0.02	$0.92	$2.43	0.02x	113.64x	2.63x
Bolívia	-	$0.12	$0.29	$1.70	0.40x	14.43x	5.75x
Colômbia	$300.05	$0.01	$0.26	$1.25	0.05x	99.50x	4.89x
Chile	$141.98	$0.14	$0.16	$1.07	0.88x	7.48x	6.56x
Peru	$358.00	$0.08	$0.27	$1.43	0.30x	17.73x	5.25x
Venezuela	$50.92	$0.02	$0.33	$1.05	0.07x	46.32x	3.23x
México	$227.11	$0.01	$0.32	$1.27	0.02x	166.83x	3.97x
Média					*0.24x*	*64.20x*	*5.12x*
Europa							
Reino Unido	$163.35	$0.06	$0.12	$0.42	0.45x	7.50x	3.36x
Espanha	$168.82	$0.05	$0.25	$0.79	0.18x	17.39x	3.10x
Portugal	$93.20	$0.02	$0.40	$1.21	0.06x	51.01x	3.00x
Itália	$132.98	$0.11	$0.47	$1.03	0.24x	8.99x	2.18x
Alemanha	$58.36	$0.05	$0.35	$0.84	0.13x	17.86x	2.39x
França	$50.09	$0.04	$0.28	$0.73	0.14x	18.00x	2.60x
Rússia	-	-	-	$1.79	-	-	-
Polônia	$142.86	$0.02	$0.34	$1.24	0.06x	65.28x	3.60x
Romênia	$44.20	$0.00	$0.04	$1.30	0.03x	880.00x	29.33x
Turquia	$55.56	$0.01	$0.15	$0.83	0.08x	75.00x	5.63x
Média					*0.15x*	*126.78x*	*6.13x*
América do Norte							
EUA	$55.00	$0.10	$0.28	$1.49	0.36x	14.90x	5.32x
Canadá	$51.88	$0.12	$0.38	$0.66	0.31x	5.47x	1.72x
Média					*0.34x*	*10.18x*	*3.52x*
Ásia							
Indonésia	$128.53	$0.01	$0.86	$1.95	0.02x	136.51x	2.28x
Índia	-	$0.02	$0.47	$2.10	0.05x	93.75x	4.50x
Japão	$13.84	$0.03	$0.42	$2.37	0.07x	79.58x	5.68x
Coréia	$9.65	$0.01	$0.27	$1.57	0.04x	130.63x	5.80x
China	-	-	-	-	-	-	-
Paquistão	-	$0.00	$0.04	$0.13	0.08x	41.60x	3.47x
Tailândia	$145.67	$0.12	$0.47	$1.69	0.25x	14.33x	3.58x
Malásia	$29.76	$0.01	$0.41	$1.98	0.03x	166.67x	4.81x
Taiwan	$109.13	$0.09	$0.18	$1.20	0.50x	13.20x	6.60x
Média					*0.13x*	*84.53x*	*4.59x*

Observações:
(a) Baseado em taxas de câmbio em US$, e excluindo todos os impostos aplicáveis
(b) Baseado em uma tarifa de pico de uma chamada nacional a distância até 300 km
(c) Baseado em uma chamada de 1 minuto aos EUA. Dos EUA e Canadá, baseado em uma chamada de 1 minuto ao RU. Se os minutos adicionais forem cobrados a uma tarifa mais alta do que o primeiro minuto, é mostrada a média das duas tarifas.

A tabela acima demonstra este fato com clareza. Os setores menos desenvolvidos de telecomunicações da Turquia, Portugal, Indonésia, Índia, Paquistão, Argentina e Colômbia apresentam essa característica. O Brasil, em comparação, fez algum progresso no sentido de rebalancear, com reduções das tarifas de chamadas de longa distância nos últimos anos, com a proporção internacional/local apresentando queda para abaixo de 50 vezes. No entanto, a proporção local/longa distância continua muito baixa, custando uma chamada local 18% da tarifa de chamada de longa distância. Isso deve ser comparado à Bolívia, a uma proporção de 40%, e ao Chile, a 88%; ambos os sistemas

avançaram mais com o rebalanceamento do que o mercado brasileiro, com as suas correspondentes tarifas para local/longa distância mais alinhadas.

Esses dados deixam claro que embora o setor de telecomunicações brasileiro tenha apresentado avanços em parte de seu rebalanceamento, devem ainda ocorrer oscilações de preços no futuro, a fim de se alinhar os níveis de tarifas. Essa afirmação é particularmente verdade no caso das tarifas de instalação, que estão atualmente entre as mais altas do mundo. No decurso de um programa de rebalanceamento, os investidores gostariam de ver a queda dessas tarifas, em favor do aumento das tarifas de chamadas locais e de longa distância.

"Benchmark" regulatório

O *"benchmark"* dos regimes regulatórios sobre o setor de telecomunicações mundial é ambíguo e pode ser problemático. O principal motivo dessa ambigüidade é que qualquer análise exige que estruturas regulatórias diferentes sejam subjetivamente avaliadas e classificadas. A tabela a seguir indica o tipo e a independência de cada regime regulatório e os seus mecanismos associados de regulamentação de preços. Além disso, os quadrados à direita da tabela oferecem uma análise do nível de concorrência aberta de mercado em cada linha de negócios em telecomunicações. Os investidores estarão interessados no nível de concorrência em cada uma dessas áreas, e na exposição planejada à concorrência no futuro.

"Benchmarking" regulatório

País	Autoridade independente	Base tarifária	Estrutura de competição			
			Local	longa dist. nacion.	Internacional	Sem fio
América Latina						
Brasil	Não	Taxa de Retorno	□	□	□	◨
Argentina	Sim	Limite de Preço	□	□	◨	□
Chile	Não	Taxa de Retorno	□	□	◨	□
Venezuela	Não	Limite de Preço	□	□	◨	□
México	Não	Limite de Preço	□	□	◨	□
Europa						
Reino Unido	Sim	Limite de Preço	■	■	■	■
Espanha	Não	Negociada	□	□	◪	◨
Portugal	Sim	Limite de Preço	□	□	◪	◨
Itália	Não	Negociada	□	□	◪	■
Alemanha	Não	Negociada	□	◨	◪	◪
França	Não	Limite de Preço	□	◨	◪	◨
Rússia	-	-				
Polônia	Não	-				
Romênia	Não	-				
Turquia	Não	-				
América do Norte						
Estados Unidos	Sim	Limite de Preço/Taxa de Retorno	■	■	■	■
Canadá	Sim	Limite de Preço/Taxa de Retorno	■	■	■	■
Ásia						
Indonésia	Não	Limite de Preço	□	◨	◨	◨
Índia	Não	Definida pelo DOT	□	□	◨	◪
Japão	Não	Taxa de Retorno				
Coréia	Não	Taxa de Retorno				
China	Não	-	□	□	◨	□
Paquistão	Não	Baseada no Mercado	□	◪	□	◨
Tailândia	Não	Limite de Preço	□	□	□	◨
Malásia	Não	Limite de Preço	□	□	◪	◨
Taiwan	Não	-	◨	◨	◨	◨

Chave: Símbolos indicam o nível de concorrência em cada mercado
■= sem concorrência
□= concorrência total

Os mecanismos de limitação e de regulamentação de preços têm geralmente dois objetivos: (i) reduzir os lucros dos monopólios a fim de proteger o consumidor, e (ii) promover a introdução de concorrência nesses mercados. Alguns são mais rigorosos do que outros: o órgão regulamentador de telecomunicações do Reino Unido, Oftel, impôs um limite de preço de RPI-4,5% (RPI = Retail Price Indexed, Índice de Preços no Varejo) sobre 60% dos fluxos de receita da BT, sendo a maioria do restante regulamentado pelas forças do mercado. O mercado do Reino Unido é altamente desenvolvido e competitivo e, embora o limite de preços tenha sido reduzido em julho, esse nível de regulamentação causou preocupação entre os investidores. O tipo de regulamentação previsto para o Brasil deve ser menos rigoroso a fim de evitar a preocupação dos investidores. O ideal é que qualquer regime de preços permita à operadora alguma flexibilidade a fim de reagir à concorrência e ajustar os preços em linha com a inflação. O órgão regulador também deve ser independente do Governo.

Em geral, as empresas comparáveis com a TELEBRÁS nos mercados emergentes da Ásia e da América Latina ainda não estabeleceram entidades regulatórias independentes. Somente a Argentina estabeleceu um órgão regulatório (CNT) independente do governo (embora seja uma agência governamental), que foi criada através de decreto em 1990, antes da privatização das telecomunicações. Nenhuma das outras entidades regulatórias é independente dos governo. Conforme mencionado anteriormente, é difícil fornecer uma análise objetiva dos reguladores; o papel da autoridade *pode* ser desempenhado igualmente bem por uma agência independente ou governamental, embora os investidores geralmente prefiram uma agência independente.

As estruturas de competição não variam muito. Os mercados grandes e desenvolvidos da América do Norte e partes da Europa permitem ampla concorrência na maior parte das áreas de negócios, com exceção da telefonia local. Isso ainda não ocorreu nos mercados da América Latina e da Ásia, embora alguns setores, particularmente os celulares, tenham implementado mudanças legais e regulatórias significativas que permitirão o estabelecimento da concorrência num futuro próximo.

E. Avaliação de metas do PASTE e desenvolvimento futuro das telecomunicações brasileiras

A meta do PASTE é trazer a infra-estrutura das telecomunicações do Brasil para um patamar mais moderno e abrangente. O PASTE define objetivos específicos para indicadores-chave como a acessibilidade da população a telefonia, incluindo a penetração de linha fixa, a penetração móvel e a disponibilidade de telefones públicos. Esses alvos, indicados a seguir, dependem

de diversas variáveis macroeconômicas, ilustradas na tabela abaixo. Essas variáveis têm crescimento previsto em índices compatíveis com as taxas de crescimento históricas. O crescimento do PIB per capita, de aproximadamente 3,3% por ano, está alinhado com as taxas de crescimento atuais, com crescimento real do PIB em 1995, por exemplo, a 4,5% no Brasil.

Hipóteses do PASTE

	População (milhões)			
Ano	Urbana	Rural	Total	PIB per capita
1994	116,1	38,7	154,8	US$3.424
1999 (E)	128,5	36,2	164,8	US$4.008
2003 (E)	139,6	32,7	172,3	US$4.571

As metas específicas do PASTE são mostradas abaixo, bem como as taxas de crescimento necessárias para atingir essas metas com base nas estatísticas atuais. A análise chave de "*benchmarking*" que será utilizada por investidores na avaliação comparativa dessas metas será a validade das metas do PASTE no contexto do desempenho histórico em outras operações comparáveis de telecomunicações. Os dados relevantes em termos de taxas de crescimento históricas para todo o universo comparável estão indicados na tabela abaixo.

Metas do PASTE - objetivos absolutos

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2003
Linhas fixas							
- *Penetração*	8,46%					15,00%	23,22%
- *Linhas (m)*	13,1	14,3	16,5	18,9	21,7	24,7	40,0
Móvel							
- *Penetração*	0,52%					5,83%	10,00%
- *Assinantes (m)*	0,8	1,9	4,8	6,8	8,2	9,6	17,2
Telefones públicos							
- *Linhas (m)*	0,36	0,4	0,46	0,54	0,66	0,80	1,65

Metas do PASTE - taxas de crescimento

	1995	1996	1997	1998	1999	2003
Linhas fixas						
- *Crescimento anual*	9,2%	15,4%	14,5%	14,8%		
- *CAGR 94-96*			12,2%			
- *CAGR 96-99*					14,4%	
- *CAGR 99-03*						12,8%
- *CAGR 96-03*						13,5%
Móvel						
- *Crescimento anual*	137,5%	152,6%	41,7%	20,6%		
- *CAGR 94-96*			144,9%			
- *CAGR 96-99*					26,0%	
- *CAGR 99-03*						15,7%
- *CAGR 96-03*						20,0%
Telefones públicos						
- *Crescimento anual*	11,1%	15,0%	17,4%	22,2%		
- *CAGR 94-96*			13,0%			
- *CAGR 96-99*					20,3%	
- *CAGR 99-03*						19,8%
- *CAGR 96-03*						20,0%

É provável que os investidores considerem essas taxas históricas a fim de formular uma opinião sobre a validade das metas do PASTE. A análise de cada componente relevante do PASTE indica que os investidores poderão considerar as metas do PASTE otimistas. Isso poderá desestimular esses investidores devido aos investimentos que seriam impostos à TELEBRÁS a fim de atingir as metas do PASTE. Opcionalmente, outros investidores poderão sentir (baseados em outras evidências) que o setor de telecomunicações apresentará demanda suficiente pelos serviços prestados, gerando receitas suficientes para custear esses planos de expansão. A análise seguinte coloca a TELEBRÁS no contexto dos dados históricos comparáveis para cada categoria de serviços:

Análise das taxas de crescimento históricas em outros setores de telecomunicações para os critérios do PASTE

	Linhas fixas				Móveis			Telefones públicos	
	1984-1994 CAGR em		1994 Real		1990-1994 CAGR n		1994 Real	1994	
América Latina	Linhas	Penetração	Linhas	Penetração	Assin.	Assin.	Penetração	Cabines	p/ 1000
Brasil	5,7%	3,8%	11.745	7,4%	441,0%	574	0,4%	298	1,9
Argentina	6,4%	5,0%	4.834	14,1%	102,6%	202	0,6%	57	1,7
Bolívia	4,5%	2,0%	234	3,0%	NA	4	0,6%	NA	NA
Colômbia	8,9%	6,4%	3.518	9,7%	NA	102	0,3%	70	1,9
Chile	12,4%	10,5%	1.545	11,0%	82,9%	85	0,6%	18	1,3
Venezuela	7,8%	5,2%	2.334	10,9%	190,8%	183	0,9%	55	2,6
México	9,3%	6,8%	8.492	9,3%	100,9%	569	0,6%	217	2,4
Europa									
Reino Unido	3,3%	3,0%	28.388	48,9%	35,5%	3.757	6,5%	314	5,4
Espanha	5,2%	4,8%	14.685	37,1%	65,7%	411	1,0%	54	1,4
Portugal	10,0%	9,7%	3.444	35,0%	127,3%	174	1,8%	33	3,3
Itália	4,0%	4,0%	24.542	42,9%	70,3%	2.239	3,9%	387	6,8
Alemanha	4,8%	1,9%	39.200	48,3%	74,0%	2.501	3,1%	165	2,0
França	3,6%	3,2%	31.600	54,7%	29,8%	804	1,4%	184	3,2
Rússia	5,9%	5,5%	24.097	16,2%	NA	28	0,2%	189	1,3
Polônia	7,9%	7,5%	5.006	13,1%	NA	39	0,1%	40	1,0
Romênia	4,0%	3,9%	2.805	12,3%	NA	3	0,1%	24	1,1
Turquia	20,2%	17,7%	12.212	20,1%	53,1%	175	0,3%	56	0,9
América do Norte									
Estados Unidos	3,2%	2,2%	156.789	60,2%	46,2%	24.134	9,3%	1,910	7,5
Canadá	3,5%	2,0%	16.756	57,5%	34,2%	1.890	6,5%	174	6,3
Ásia									
Indonésia	16,7%	14,8%	2.520	1,3%	44,2%	78	0,4%	77	0,4
Índia	13,0%	10,7%	9.795	1,1%	NA	NA	NA	146	0,2
Japão	3,1%	2,7%	59.870	48,0%	49,2%	4.300	3,5%	820	6,6
Coréia	12,2%	11,1%	17.646	39,7%	86,1%	960	2,2%	305	6,9
China	25,7%	23,9%	27.230	2,3%	204,1%	1.566	0,1%	270	0,2
Paquistão	16,6%	13,1%	2.048	1,6%	96,8%	30	0,2%	15	0,1
Tailândia	18,1%	16,4%	2.751	4,7%	78,6%	643	1,1%	42	0,7
Malásia	12,9%	10,2%	2.863	14,7%	60,3%	571	2,9%	64	3,3
Taiwan	8,0%	6,8%	8.503	40,0%	62,7%	584	2,8%	121	5,7

Crescimento de linhas fixas: Conforme ilustrado acima, a taxa de crescimento histórica na provisão de linhas fixas no Brasil no período de 1984-1994 ficou em torno de 6% ao ano. As metas do PASTE definiram um CAGR implícito de 13,5% para o crescimento de linhas fixas no período de 1996-2003, que é quase o dobro da taxa obtida nos últimos 10 anos. Essa aparente anomalia é mitigada por dois fatores. O primeiro é que a taxa foi impulsionada pelo desempenho do ano de 1994. O CAGR estimado para as linhas fixas entre 1994-1996 é de 12,2%, próxima do nível exigido de 13,5%. O segundo fator para um CAGR tão alto é a experiência de que os países asiáticos comparáveis tiveram no período de 1984-1994. Todas as

economias em desenvolvimento nessa região apresentaram crescimento na provisão de linhas fixas de mais de 12% ao ano, tendo a China, a Tailândia e a Indonésia atingido CAGR de maior magnitude. Daí o alvo de 13,5% para o Brasil pode ser justificado com segurança utilizando esses dados. Como uma verificação final, a penetração total do mercado pode ser utilizada a fim de comparar o desenvolvimento relativo dos setores de telecomunicações nas economias. Obviamente, um país com níveis de penetração muito baixos poderia atingir CAGR mais altos para o crescimento de linhas fixas do que um mercado com maior penetração. O CAGR de 13,5% obtido pelo PASTE para a provisão de linhas fixas é validado por dados históricos na Coréia, Turquia e Malásia, que apresentam taxas de penetração atuais semelhantes.

Crescimento de telefonia móvel: Em geral, uma análise das metas de comunicação móvel do PASTE mostram que elas se encontram dentro do escopo do crescimento atual apresentado. A base de assinantes de telefonia móvel no Brasil cresceu em mais de 400% entre 1990-1994, e as metas do PASTE requerem que um CAGR de 20% seja alcançado até 2003. Mesmo considerando a redução inevitável no crescimento da telefonia móvel, como aconteceu nos últimos 18 meses nas economias mais desenvolvidas, como o Reino Unido, à medida que atingiram aproximadamente 10% de penetração, a meta do PASTE parece bastante viável. Além disso, a introdução das novas concessões da Banda B para estimular a concorrência melhorará a taxa de crescimento, como aconteceu em todos os mercados em que houve a introdução da concorrência móvel. Bons exemplos deste fenômeno ocorreram no Reino Unido (o mercado de celulares mais competitivo do mundo) e na Itália, seguindo o lançamento do Omnitel Pronto Italia em 1995. O crescimento provável na substituição fixa/móvel nos próximos anos assegurará ainda o cumprimento da meta do PASTE. O CAGR para 1994-1996 continua acima de 144%, bem acima dos níveis exigidos. Mais uma vez, os investidores buscarão os dados históricos para validação e, mais uma vez, as empresas comparáveis suportam um nível de crescimento dessa magnitude. Tanto a Venezuela como o México apresentam uma penetração maior do que o Brasil, e alcançaram taxas de crescimento mais consistentes. Na Ásia, a Tailândia oferece uma validação adicional para a meta do PASTE.

Crescimento da telefonia pública: As metas atuais do PASTE para a disponibilidade de telefones públicos são as mais ambiciosas entre as metas do PASTE. O número de cabines telefônicas projetadas para 2003, acima de 1,65 milhões está acima de qualquer outro país, com exceção dos EUA. O número atual de cabines de telefones públicos, de mais de 300.000 telefones, é de longe o maior da América Latina. O México, que vêm utilizando o serviço de telefonia pública para oferecer serviço universal, possui mais linhas per capita, assim como a Venezuela. A meta do PASTE para o ano 2003, de quase 1% de penetração de telefones públicos, é maior do que em qualquer outro sistema de telecomunicações atualmente. O CAGR necessário para atingir essa meta também é muito alto, ficando em 20% ao ano (1996-2003). Essa meta do PASTE, de acordo com padrões internacionais, será difícil de atingir, visto que não há precedentes para esse tipo de desenvolvimento na rede de telefonia pública, mesmo nos sistemas altamente desenvolvidos dos EUA e Reino Unido.

Anexo C
Visão geral de metodologias de avaliação

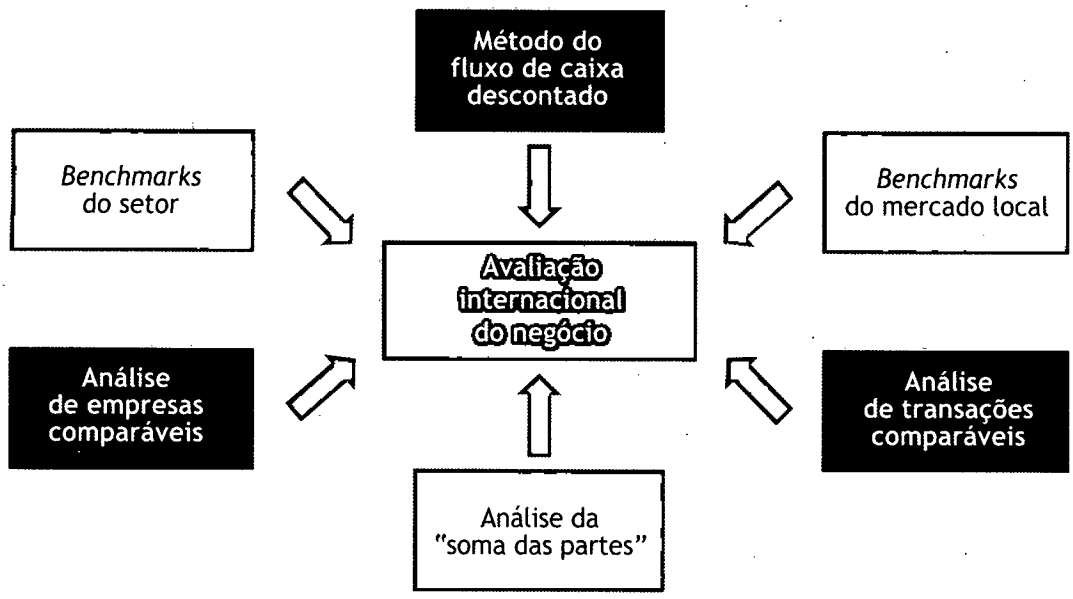
Anexo C
Visão geral de metodologias de avaliação

Introdução

Ao se avaliar uma empresa de telecomunicações nacional, várias técnicas são freqüentemente empregadas para determinar uma faixa de avaliação, a partir de diversas metodologias. Três métodos principais são comumente utilizados por consultores financeiros, investidores estratégicos e investidores do mercado acionário para calcular a faixa de avaliação de uma empresa de telecomunicações: (a) método do fluxo de caixa descontado, (b) análise de empresas comparáveis e (c) análise de transações comparáveis.

O método do fluxo de caixa descontado ("FCD") é a técnica de avaliação mais complexa e demorada, mas produz um modelo de avaliação altamente flexível, baseado em estimativas de longo prazo de dados financeiros e operacionais. O FCD reflete informações de mercado, através do uso de uma taxa de desconto que incorpora um custo de capital a preço de mercado, tanto para o endividamento quanto para o capital próprio. A análise de empresas comparáveis é uma das técnicas mais simples, baseada no conhecimento do valor atual de mercado de empresas comparáveis. São utilizadas, neste método de avaliação, estimativas de um a dois anos. O terceiro método, a análise de transações comparáveis, também é simples e depende de valores derivados do histórico de transações privadas de empresas comparáveis. Ainda que não haja estimativas futuras nesta metodologia, o histórico de ágios no mercado privado sobre os valores de mercado (caso existente na época) oferece orientação para investidores estratégicos.

Uma faixa de avaliação pode ser estabelecida ao combinar o resultado desses três métodos. Entretanto, a experiência terá grande peso para determinar o método mais apropriado para se chegar ao valor real, assim como quaisquer descontos ou ágios à faixa avaliada.



Como pode ser observado no diagrama anterior, três métodos secundários também podem ser empregados como técnicas de verificação. A análise da "soma das partes" é essencialmente um método de somar as partes , que utilizaria o FCD ou uma das técnicas baseadas em múltiplos para avaliar as diversas empresas e negócios da TELEBRÁS separadamente, para, então, comparar esses resultados com a avaliação da empresa ou empresas consolidadas. No caso da TELEBRÁS, em que valores de bolsa já existem para a empresa controladora, TELEBRÁS, e para seis das empresas operadoras, esses valores podem ser comparados às avaliações geradas pelos métodos primários.

As outras duas técnicas de avaliação também têm suas raízes na análise de múltiplos. O método de "benchmarks do setor" procura comparar os múltiplos de mercado de outras empresas de primeira linha e de alta capitalização no Brasil, com os múltiplos calculados a partir da faixa de avaliação da empresa em questão. Esse método de verificação procura determinar se as empresas de telecomunicações no Brasil estariam sendo negociadas no mercado de capitais nas mesmas condições que empresas do mesmo porte de outros setores. Numa verificação posterior, seria averiguado o nível de negociação de empresas de telecomunicações em outros mercados, desenvolvidos e emergentes, em relação a outras grandes empresas prestadoras de serviços e industriais.

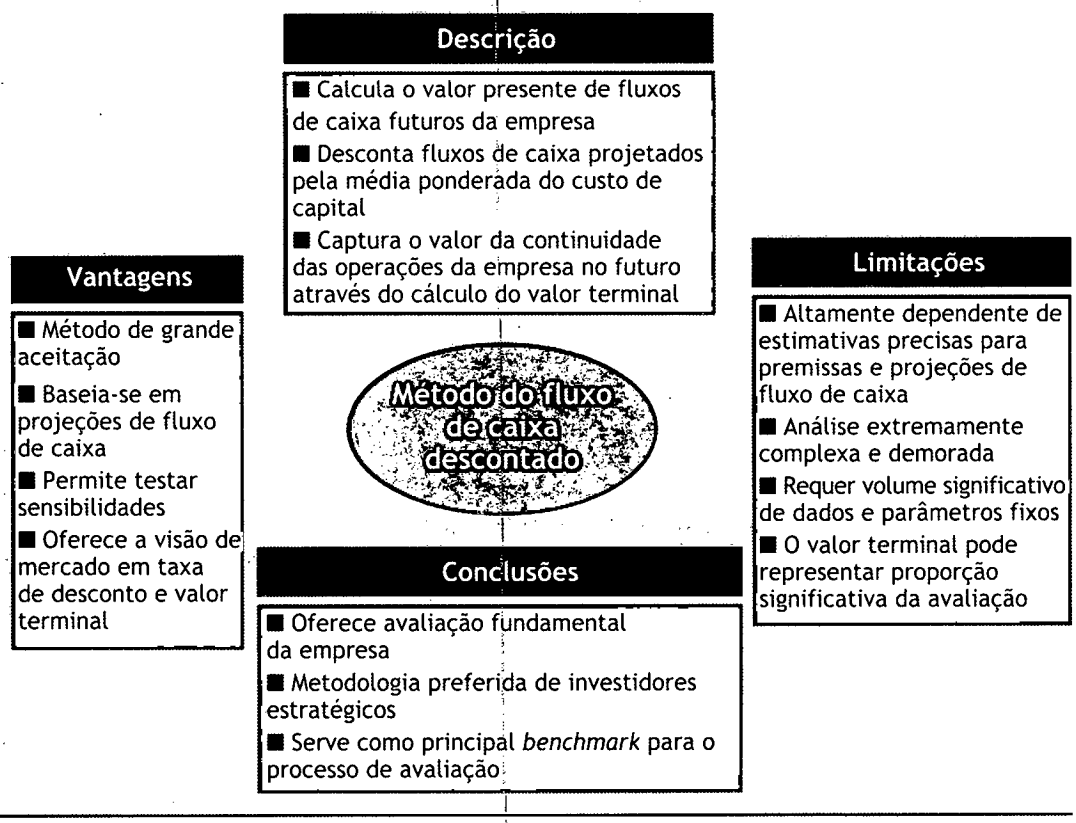
O método de "benchmarking no mercado local" é semelhante em conceito, mas se baseia somente dos múltiplos da empresa de telecomunicações avaliada em relação ao mercado local doméstico. Uma análise dos múltiplos das empresas internacionais de telecomunicações em relação aos seus mercados locais é importante para uma comparação com a avaliação de empresas do mercado brasileiro.

Análise do fluxo de caixa descontado

A. Visão geral

O método do Fluxo de Caixa Descontado (ou "FCD") serve para se definir o valor intrínseco, ou fundamental, de um negócio. Ele se baseia em uma série de projeções financeiras para a empresa que está sendo avaliada e produz uma faixa teórica do valor da empresa para um investidor no momento presente. O método do FCD é uma ótima ferramenta por permitir a incorporação de um grande número de variáveis no desenvolvimento das projeções financeiras, incluindo tarifas, níveis de demanda, competição potencial e condições macroeconômicas. Por essas razões, a análise de FCD é freqüentemente utilizada por investidores estratégicos para avaliar uma oportunidade de investimento potencial e fornecer a estimativa mais precisa do valor de mercado da empresa avaliada.

O diagrama abaixo oferece uma visão geral da utilidade da análise de FCD:



Como a TELEBRÁS é uma empresa controladora de 28 operadoras diferentes, entre as quais só algumas têm valores definidos em bolsa, e de linhas de negócio que incluem telefonia local, longa distância e móvel, o desenvolvimento de projeções financeiras detalhadas será crucial para estabelecer o valor fundamental da TELEBRÁS. Essas projeções serão então utilizadas para calcular os fluxos de caixa consolidados da TELEBRÁS durante um número finito de anos, que serão descontados para o presente, utilizando a fórmula de valor presente líquido.

B. O Processo do FCD

Tarefas Principais

Executar uma avaliação completa usando o método do FCD é um processo complexo e demorado que requer um exame cuidadoso de informações históricas e estimadas, discussões permanentes com a gerência da empresa, órgãos reguladores e especialistas do setor, e modelagem detalhada em computador. Dado o tamanho e abrangência do sistema TELEBRÁS, uma tarefa com tal complicação representa um desafio. Para administrar essa tarefa, o processo de FCD pode ser dividido em uma série de análises que, quando combinadas em um modelo de projeções integrado, fornecerá uma ferramenta altamente flexível, teoricamente precisa, para oferecer uma avaliação fundamental do Sistema TELEBRÁS.

A tabela a seguir descreve as várias análises compondo o método de FCD e detalha a maioria das informações necessárias para executar essa análise.

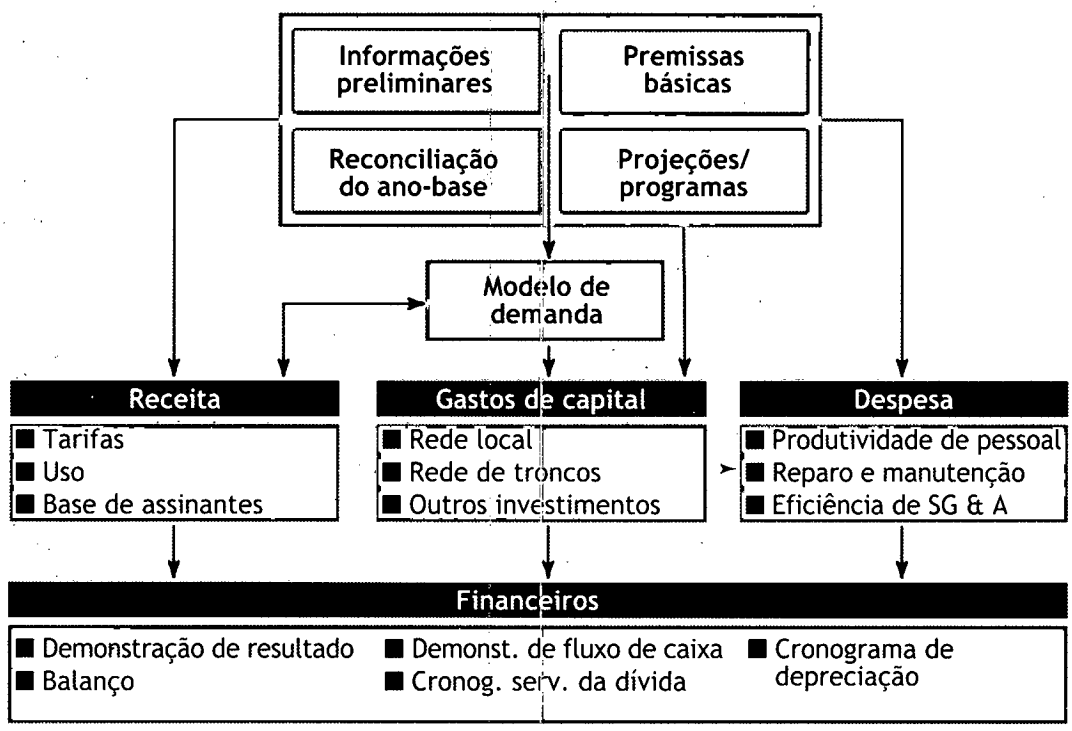
Tarefas	Objetivos	Requisitos
Diligência	Fazer uma análise completa de cada empresa da TELEBRÁS quanto a questões operacionais, financeiras, administrativas, legais e trabalhistas.	■ Questões operacionais: análise regional de instalações de rede, base de assinantes, uso, requisitos de expansão da rede/manutenção ■ Questões financeiras: análise de carteira de contas a receber, relações com credores comerciais, carteira de empréstimos bancários, passivo de aposentadorias ■ Questões administrativas: avaliação da posição estratégica da alta administração em relação ao desempenho futuro das empresas consolidadas e reestruturadas ■ Questões legais: investigação de quaisquer obrigações legais ou litígios pendentes, inclusive passivos ambientais potenciais ■ Questões trabalhistas: desenvolvimento de perfil demográfico da base de empregados, inclusive habilidades técnicas e profissionais. Avaliação de remanejamento, possibilidades de retreinamento para otimização de recursos. Investigação de questões sindicais. Avaliação de obrigações de aposentadoria ocultas.
Análise financeira	Desenvolver uma compreensão do histórico financeiro para criar premissas básicas para estimativas financeiras	Utilizar informações de auditoria e do processo de diligência para analisar a posição financeira das empresas, incluindo: ■ Histórico do financiamento de desenvolvimento da rede ■ Impacto de contas a receber e credores comerciais no financiamento do capital de giro ■ Avaliação de investimentos em subsidiárias ■ Oportunidades de financiamento de dívidas, relações com credores existentes ■ Políticas de tributação e distribuição de dividendos
Análise operacional	Desenvolver uma compreensão do histórico de dados operacionais para criar premissas básicas para estimativas operacionais	Utilizar informações de auditoria e do processo de diligência para analisar as operações das empresas, incluindo: ■ Planos de desenvolvimento da rede ■ Tendências da base de assinantes, padrões regionais de uso ■ Cenários de rebalanceamento de tarifas e impactos na demanda ■ Níveis de tráfego internacional ■ Questões de custo, inclusive cenários de custos trabalhistas, requisitos de custos de manutenção na rede
Análise econômica	Desenvolver uma visão de longo prazo sobre as variáveis macro-econômicas no Brasil	A análise macroeconômica será fornecida pelos analistas de pesquisa econômica dos Consultores Financeiros. Os resultados da análise destacarão: ■ Crescimento econômico ■ Crescimento em setores servidos pela TELEBRÁS ■ Investimentos diretos estrangeiros e padrões de comércio exterior em relação aos volumes de tráfego internacional. ■ Aumento do PIB per capita e efeitos na demanda por serviços ■ Questões monetárias, inflação e câmbio exterior
Modelagem em computador	Desenvolver um modelo sofisticado que incorpore várias premissas e a estrutura financeira e operacional da TELEBRÁS	A modelagem exigirá o desenvolvimento dos seguintes blocos de montagem que interagem entre si para gerar estimativas de receitas e itens de fluxo de caixa: ■ Modelo de receita, modelo de custos, modelo de gastos de capital, modelo macroeconômico, modelo de demanda, modelo financeiro e a estrutura de FCD ■ Consolidação de 27 Teles e EMBRATEL, incluindo serviços de telefonia local, de longa distância, internacional, celular e de transmissão de dados (dados operacionais e financeiros)
Análise de sensibilidade	Criar cenários com diferentes hipóteses em relação às normas e políticas setoriais	O modelo de avaliação incorporará um grande número de parâmetros em uma estrutura flexível. Uma etapa chave da análise de avaliação será a criação de cenários alternativos em que premissas e resultados são testados. Essa etapa permitirá a análise dos efeitos da política de desenvolvimento, da estrutura regulatória e da estrutura de transações no valor da TELEBRÁS.

Desenvolvimento do modelo integrado de projeção de fluxo de caixa

Cada uma das análises acima mencionadas será integrada em uma projeção e em um modelo "pro forma" de fluxo de caixa com a estimativa de resultados financeiros futuros consolidados da TELEBRÁS, separadamente por linha de negócio e de acordo com quaisquer estruturas de regionalização potenciais. O modelo de computador integrado será parcialmente baseado em premissas e estimativas de diversos departamentos da TELEBRÁS, EMBRATEL e do Ministério das Comunicações. O modelo conteria demonstrações de resultado, balanços, demonstrações de fluxo de caixa, demonstrações de índices financeiros e demonstrações de fluxo de caixa descontado e seria capaz de estimar resultados de cinco a quinze anos. Além disso, o modelo conteria as diversas estimativas operacionais, de tarifa e econômicas para testar vários cenários de reestruturação e liberalização.

O modelo de fluxo de caixa e a projeção integrarão, entre outras coisas, as relações entre as premissas, o programa de investimentos, a demanda por novos serviços, a estrutura operacional e financeira da TELEBRÁS, as bases de custos e receitas da TELEBRÁS (inclusive a estrutura específica de tarifas e padrões de uso de diferentes assinantes), estruturas competitivas, desenvolvimentos macroeconômicos, princípios contábeis nacionais e código fiscal. As informações de entrada do modelo incluirão as premissas, política setorial e estrutura regulatória, parâmetros de demanda e o programa de investimentos. Os dados de saída incluirão as projeções de requisitos de financiamento/geração de caixa da TELEBRÁS e projeções de desempenho operacional.

O diagrama a seguir retrata os componentes básicos dos diversos modelos e suas inter-relações. Esse diagrama é apenas ilustrativo e destaca apenas alguns dos elementos necessários para o processo de avaliação. Devido à complexidade do Sistema TELEBRÁS, a arquitetura do modelo deverá integrar os resultados operacionais e financeiros de 28 empresas diferentes e calcular as projeções para as principais linhas de negócio, como serviço local, serviço nacional de longa distância, serviço internacional de longa distância, telefonia móvel e outros, como transmissão de dados.



Geração das premissas do cenário básico

Durante o processo de execução das diversas análises que compõem a avaliação de FCD e a construção do modelo integrado de fluxo de caixa e de projeção, algumas premissas serão aceitas para gerar a série de modelos básicos. Normalmente, um cenário básico é formado e, a partir dele, vários cenários de sensibilidade são gerados. No caso da TELEBRÁS, vários cenários básicos podem precisar ser construídos para permitir a possibilidade de criar várias estruturas de regionalização. Por exemplo, seriam criados diferentes modelos básicos para três, quatro e cinco estruturas regionais para serviços de telefonia básica, assim como um modelo básico para a estrutura nacional.

Os cenários básicos seriam desenvolvidos a partir de hipóteses nas seguintes áreas:

Premissas do modelo básico

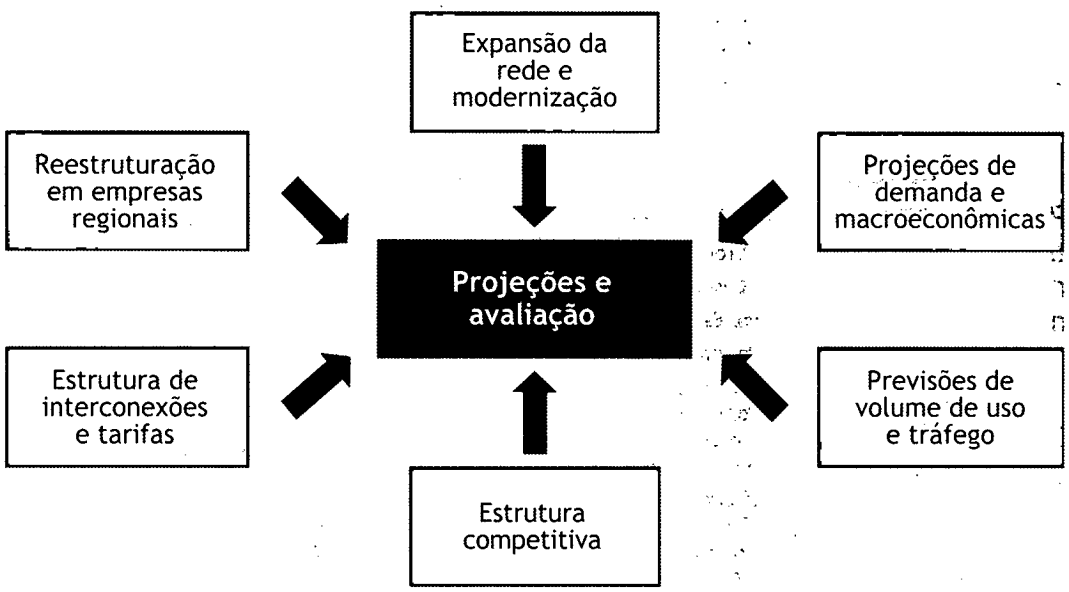
Macro-economia	Regulação/ tarifas	Programa de expansão da rede	Base de assinantes	Padrões de uso	Tráfego internacional
Inflação no Brasil Inflação nos E.U.A. Paridade da taxa de câmbio Crescimento do PIB Crescimento populacional	Política tarifária Componentes da cesta de serviços Programa de rebalancea-mento	Metas de penetração Tipos de novas linhas Capacidade de comutação Capacidade de entroncamento	Residencial vs comercial Assinantes por classe tarifária sem fio	Chamadas locais Chamadas de longa distância Chamadas internacionais Padrões de chamada por usuário residencial vs. comercial Elasticidade de demanda Sem fio	Proporções de entrada/saída Tarifas contábeis internacionais

Resultados preliminares

Parâmetros financeiros	Parâmetros de FCD
■ Objetivo de estrutura de capital ■ Taxas de empréstimo ■ Cronograma de serviço da dívida (projetado) ■ Alíquota efetiva de imposto ■ Política de dividendos	■ Taxa de desconto (WACC) ■ Múltiplo de saída (múltiplo EBITDA em relação à taxa de crescimento de perpetuidade)
↓	↓
Resultados financeiros	**Resultados operacionais**
■ Composição de receita ■ Crescimento de lucro líquido e receita ■ Margem de EBIT e EBITDA ■ Composição das despesas operacionais ■ Programa de investimentos ■ Necessidades de financiamento ■ Geração de fluxo de caixa livre	■ Penetração média ■ Uso médio por linha por tipo de assinante ■ Receita média por linha ■ Margens operacionais ■ Linhas por empregado ■ Manutenção e reparo por linha ■ Despesas gerais por linha

Análise de sensibilidade nos fatores determinantes do valor

Após o desenvolvimento de um conjunto de premissas financeiras básicas, a sensibilidade do modelo básico às mudanças de cenários pode ser avaliada. O modelo de projeção e fluxo de caixa será capaz de executar diversas análises de sensibilidade para uma melhor compreensão de como as estimativas de resultados financeiros se transformam com as mudanças de certas premissas-chave. Mudanças em cada um dos fatores determinantes do valor resultarão em efeitos diferentes na avaliação. O diagrama abaixo oferece uma visão geral das principais categorias de fatores determinantes de valor e as tabelas subseqüentes detalham os elementos específicos e seus efeitos na avaliação.



Reestruturação em empresas regionais

Parâmetros	Efeitos de avaliação selecionados
■ Definição de territórios de serviços ■ Definição de serviços oferecidos - Local - Interestadual de longa distância - Inter-regional de longa distância - Internacional - Celular ■ Criação de novas demonstrações financeiras consolidadas ■ Definição de novos custos operacionais - Sinergias potenciais - Alocação de força de trabalho e administração	■ Programa de expansão da rede ■ Investimentos ■ Participação no mercado ■ Volumes de uso ■ Receitas de telecomunicações ■ Custos de interconexão ■ Custos operacionais ■ Eficiências de rede ■ Alocação de passivo ■ Depreciação de ativos existentes

Estrutura competitiva

Parâmetros	Efeitos de avaliação selecionados
■ Competidores - Local - Longa distância - Internacional - Celular ■ Território de serviço dos competidores ■ Serviços fornecidos pelos competidores ■ Velocidade de introdução da competição	■ Participação no mercado ■ Tarifas e interconexão ■ Velocidade do programa de expansão da rede ■ Receitas de telecomunicações ■ Custos de telecomunicações ■ Investimentos

Estrutura de interconexões e tarifas

Parâmetros	Efeitos de avaliação selecionados
■ Estrutura de tarifas: - Serviços na cesta de tarifas - Evolução do teto de preço no tempo - Crescimento/Redução do fator de eficiência - Ajustes anuais reais/nominais ■ Preços por classe de serviço: - Local, longa distância e internacional - Débitos de pagamentos internacionais - Celular, dados - Assinatura/instalação - Pico/fora do pico - Comercial versus residencial ■ Mudanças de interconexão ■ Diferenças em estrutura de tarifa por região	■ Elasticidades de preço ■ Uso de telecomunicações ■ Receitas de telecomunicações ■ Custos de interconexão

Programa de expansão da rede e modernização

Parâmetros	Efeitos de avaliação selecionados
■ Cronograma de penetração por Estado ■ Custos de expansão da rede: - Por Estado e região - Por linha de acesso - Por linha tronco - Por comutador - Por estação base de celular ■ Detalhes da expansão da rede: - Linhas comerciais vs. residenciais - Linhas de acesso em serviço vs. não operacionais - Expansão da capacidade de rede de longa distância ■ Metas de acesso universal	■ Uso de telecomunicações ■ Investimentos acumulados ■ Cronograma de depreciação ■ Reduções de custos pela evolução tecnológica ■ Mudança na força de trabalho e nos custos trabalhistas ■ Eficiências operacionais da rede

	Parâmetros	Efeitos de avaliação selecionados
Projeções de demanda e macroeconômicas	■ Previsões econômicas/demográficas nacionais: - crescimento do PIB, nacional/estadual - Inflação, nacional - Crescimento populacional por Estado - Diferenciação PIB/capita por Estado ■ Demanda telefônica básica por Estado: - Número de linhas por residência - Demanda não atendida por Estado - Estratificações sócio-econômicas - Proporção comercial vs. residencial - Uso por residência/estabelecimento - Crescimento em PABX ■ Demanda por serviços avançados e sem fio: - Demanda de celular - Potencial para acesso local sem fio (WLL) - Faixa ampla interativa, ISDN	■ Programa de expansão da rede ■ Dispêndios de capital ■ Elasticidades de renda ■ Multiplicador de uso social/de mercado ■ Capacidade de uso ■ Volumes de uso ■ Receitas de telecomunicações ■ Custos de interconexão

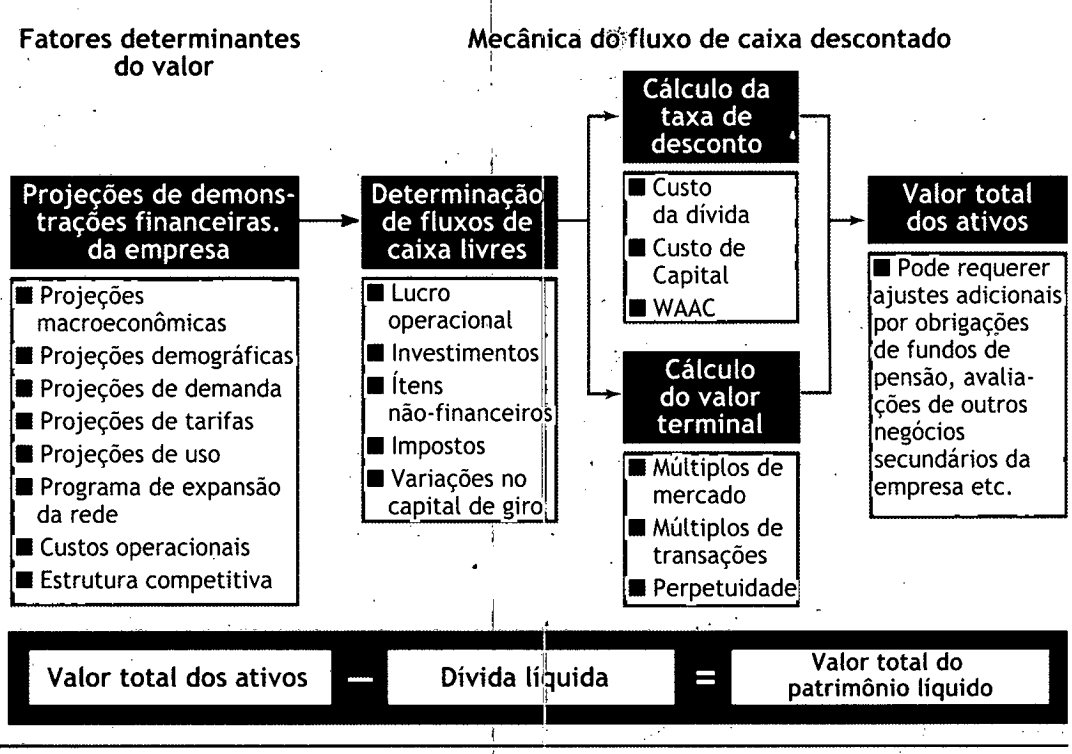
	Parâmetros	Efeitos de avaliação selecionados
Previsões de volume de tráfego e uso	■ Serviços de telefonia básicos: - Crescimento de linhas de acesso - Crescimento de linhas tronco - Utilização da capacidade - Elasticidades de preço - Elasticidades de renda - Efeito multiplicador social/de mercado - Proporção de linhas comerciais/residenciais - Participação no mercado ■ Serviços de comunicações sem fio: - Expansão da rede - Participação no mercado - Taxas de mudança de provedor de serviço ("churn") - Elasticidades de preço - Elasticidades de renda	■ Receitas de telecomunicações ■ Custos de interconexão

C. Mecânica da metodologia de FCD

Estrutura de FCD

Para melhor compreender como o valor real é calculado, o processo de determinação da faixa de valor dos ativos totais é detalhado no diagrama a seguir. O valor dos ativos totais é definido como o valor presente dos fluxos de caixa associado aos detentores das dívidas e do capital próprio da empresa que está sendo avaliada. Essa faixa de valores dos ativos totais pode exigir posteriores ajustes para valores não inteiramente capturados na projeção ou nos componentes do fluxo de caixa no modelo integrado.

De forma simplificada, o valor total do patrimônio líquido da empresa é a diferença entre o valor total dos ativos e o valor total da dívida, menos o caixa disponível. Pressupõe-se que o valor da dívida esteja registrado como valor contábil, e que o caixa livre mostrado no balanço seja utilizado para a amortização de parte da dívida pendente.



Determinação de fluxos de caixa

A identificação da linha de fluxo de caixa apropriado é o ponto central para se chegar a uma avaliação razoável do fluxo de caixa descontado. Uma aproximação normalmente aceita de fluxo de caixa para a empresa é o lucro obtido após o pagamento dos impostos, disponível para os acionistas. Por definição, o lucro líquido após impostos representa o lucro dos acionistas após os pagamentos de todas as despesas operacionais, financeiras, administrativas e os impostos. Entretanto, o acionista não recebe diretamente o valor desse lucro após imposto; assim, o lucro após imposto serve mais como uma estimativa do fluxo de caixa.

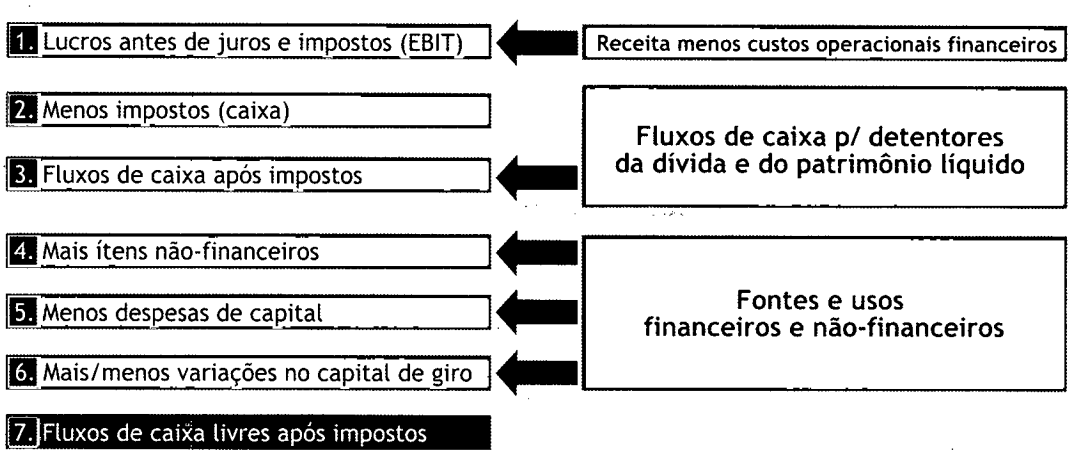
Um método mais comumente aceito para calcular o fluxo de caixa é o lucro líquido após o imposto mais encargos de depreciação e amortização menos pagamento do principal da dívida. Depreciação e amortização representam encargos não-financeiros sobre a renda, enquanto o pagamento do principal da dívida representa um desembolso financeiro real que não é debitado no lucro. O resultado é comumente chamado de "fluxo de caixa livre". Este conceito de fluxo de caixa calcula o caixa disponível aos acionistas que pode ser utilizado para investir em bens, reduzir o passivo ou pagar dividendos. Assim, ao ajustar o lucro após impostos com os itens depreciação, amortização e pagamento do principal da dívida , pode-se obter uma estimativa mais precisa do fluxo de caixa e utilizá-lo, subseqüentemente, para a análise de fluxo de caixa descontado.

Uma terceira definição de fluxo de caixa utiliza apenas os dividendos pagos aos acionistas. Ainda que extremamente conservador, utilizar

dividendos para estimar fluxos de caixa dá uma idéia do dinheiro efetivamente recebido pelos acionistas da empresa.

Dessas três definições, a segunda ("fluxo de caixa livre") será a de melhor aplicação na análise de fluxo de caixa descontado do Sistema TELEBRÁS. Isto porque a TELEBRÁS estará iniciando um período de crescimento da rede durante os próximos anos, com uma quantidade significativa do fluxo de caixa sendo reinvestida em ativos da rede. Além disso, a definição do fluxo de caixa livre deve ser modificada, conforme a prática usual para considerar o retorno sobre o valor do ativo total, como definido acima, e não sobre valor do patrimônio líquido da empresa. Essa modificação envolve o cálculo de projeções de resultado operacional após impostos, em vez de projeções de lucro líquido após impostos, e é implementada para reduzir o número de sensibilidades a serem examinadas. Se o lucro líquido após impostos fosse utilizado para a definição de fluxos de caixa livres, seria necessário utilizar hipóteses para os planos futuros de financiamento e amortização. Ao usar o resultado operacional após impostos (ou o lucro antes de despesas de juros), pressupõe-se que o nível de endividamento seja mantido no nível atual, sendo este simplesmente subtraído do valor total dos ativos para se obter o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa. Como a taxa de desconto presume uma estrutura de capital otimizada (relativa ao setor da empresa), ela serve como pressuposto simplificador que captura o peso relativo do custo atual do endividamento, que naturalmente se modificará no decorrer do tempo.

O diagrama a seguir descreve o segundo método modificado, utilizado para determinar fluxos de caixa livres. Com as demonstrações financeiras da empresa determinadas, os fluxos de caixa estimados da empresa devem ser calculados. Como demonstrado a seguir, esses fluxos de caixa devem estar "livres" de impostos, despesas de caixa, e devem levar em consideração todos os ítens não-financeiros. Os fluxos de caixa livres resultantes representarão fluxos de caixa para os detentores das dívidas e do patrimônio líquido da empresa e, quando descontados, representarão o valor do ativo total da empresa:



Determinação da taxa de desconto

A taxa de desconto é utilizada para reduzir o valor dos fluxos de caixa futuros da empresa avaliada, com o pressuposto de que o dinheiro recebido hoje significa menor risco e, portanto, vale mais que o dinheiro recebido no futuro. A taxa de desconto representa o custo de oportunidade de investimento em um negócio ou projeto e é definida como uma taxa de retorno, exigida por investidores, em função do grau de risco do investimento. Os investimentos mais arriscados requerem uma taxa de desconto mais alta (reduzindo relativamente o valor presente de fluxos de caixa futuros), enquanto um investimento menos arriscado impõe uma taxa de desconto mais baixa (aumentando relativamente o valor atual dos fluxos de caixa futuros).

A melhor forma de se estabelecer uma taxa de desconto é identificar a média ponderada apropriada do custo de capital para a TELEBRÁS e derivar, a partir desta, um custo apropriado de endividamento e de capital próprio. Esses custos de capital devem ser encontrados pelo cálculo de vários fatores, entre eles uma taxa de retorno sem risco de longo prazo, a diferença na de juros do crédito sobre a taxa sem risco apropriada à TELEBRÁS e ao Brasil ("spread") e o ágio adequado sobre o investimento em ações da TELEBRÁS. Este último deve ser determinado com a inclusão de avaliações qualitativas de fatores como a futura condição econômica do Brasil, o papel da TELEBRÁS no setor de telecomunicações, o histórico operacional da empresa, o novo ambiente competitivo e o formidável programa de investimentos futuros da empresa.

A taxa de desconto pode variar dependendo do público-alvo de investidores e do porte estimado de uma transação ou oferta de ações. O ágio de risco sobre ações para vendas estratégicas pode levar em consideração as expectativas típicas de investidores estratégicos de taxas internas de retorno em investimentos no estrangeiro. A taxa de desconto também pode variar se for considerado o ágio sobre investimento em ações definido pelo mercado. A taxa de desconto de uma oferta pública nacional de ações será menor que a de uma oferta internacional, pois os investidores brasileiros podem exigir uma taxa de retorno menor que investidores internacionais (estes não têm que incluir fatores de risco como desvalorização da moeda, por exemplo). O porte da oferta de ações também pode afetar a taxa de desconto, uma vez que uma oferta maior visaria investidores com exigências de taxa progressivamente maiores.

O diagrama a seguir apresenta a metodologia básica para calcular a taxa de desconto e identificar alguns dos fatores utilizados para determinar a taxa sem risco e os ágios de risco.

Cálculo da taxa de desconto

■ A taxa de desconto para o cálculo de valor presente é baseada na média ponderada do custo de capital para a empresa avaliada.

■ O custo de capital deve levar em conta o risco adequado da empresa, do setor e do país, para representar o custo de oportunidade do capital, e deve supor uma estrutura de capital que reflita os padrões atuais do setor.

Média ponderada do custo de capital- (WACC)

$$\frac{D}{(D+E)}(K_d)(1-t)+\frac{E}{(D+E)}(K_e)$$

Custo da dívida

- Taxa sem risco (R_f)
- "Spread" de crédito (R_c)
- Ágio sobre o risco de soberania (R_s)[a]
- Efeito após impostos (1-t)
  $(R_f+R_c+R_s) = (1-t)\bullet K_d$

[a] *Se R_f não for na moeda local, K_d deve adicionar um ágio de risco de soberania*

Custo do capital próprio

- *K_e baseado no mercado*
  Retorno beta-ajustado sobre o mercado de ações
  - ß (R_m-R_f)
  - Taxa sem risco
  - Ágio sobre o risco de soberania
- *Investidor estratégico K_e :*
  Conhecimento da taxa interna de retorno exigido antecipadamente para investidor estratégico no horizonte de tempo das projeções

Considerações operacionais	Riscos do país	Considerações financeiras	Fatores externos
■ Posição no mercado	■ Normas trabalhistas	■ Cobertura do serviço da dívida	■ Desempenho global do mercado de ações
■ Exposição a ciclos econômicos	■ Ambiente regulatório	■ Lucratividade	■ Exigências de risco/retorno de investidores nacionais e estrangeiros
■ Barreiras de entrada	■ Impostos	■ Avaliação do mercado	■ Dinâmica do setor de telecomunicações
■ Ambiente competitivo	■ Restrições ao controle/propriedade	■ Custo da dívida	
■ Risco tecnológico	■ Controle acionário pelo governo	■ Custo do capital próprio	
■ Certeza de fluxos de caixa	■ Estabilidade política	■ Política de dividendos	
■ Investimentos necessários	■ Profundidade/sofisticação do mercado de capitais local	■ Administração da exposição ao risco cambial	
■ Oportunidades de expansão/crescimento		■ Índices ("ratings")	

Cálculo do valor terminal

Como as estimativas de fluxos de caixa no modelo de projeção integrada limitam-se a 5, 10 ou 15 anos, uma avaliação do valor terminal deve ser feita para capturar o valor das atividades de negócios futuros além do alcance das projeções. Dois métodos de grande aceitação podem ser utilizados para calcular este valor de "negócio futuro", como descrito a seguir. Após o valor terminal ser calculado como um múltiplo de saída ou valor de perpetuidade, ele será descontado a valor presente e adicionado ao valor total do ativo.

Cálculo do valor terminal

Método do múltiplo de saída

■ Supõe que a empresa será vendida ao final do período projetado

■ Valor no último ano determinado aplicando um múltiplo ao fluxo de caixa do último ano baseado em:

- Múltiplos de empresas comparáveis
- Múltiplos de transações comparáveis

■ Significa que o mercado (ou compradores estratégicos) pode quantificar o valor terminal

Método do valor de perpetuidade

■ Supõe que a empresa continuará com suas atividades em andamento, sem ser vendida

■ Método útil se a empresa entrar em "estado estável" com crescimento estável e sustentável nos últimos anos das projeções de fluxos de caixa

Fórmula: $\frac{CF.(1+g)}{(k-g)}$ =valor terminal

onde:
CF = fluxo de caixa no último ano
g = taxa de crescimento perpétuo
k = taxa de desconto

Método de avaliação por múltiplos

A. Visão geral

A avaliação baseada em múltiplos é um método simples e comum para avaliar empresas. A base dessa análise é a seleção de um universo de empresas comparáveis de capital aberto ou que tenham sido vendidas no mercado privado.

A metodologia envolve a aplicação de múltiplos de valor derivados desse universo a diversos dados financeiros e operacionais da empresa que está sendo avaliada. Esses múltiplos são, tradicionalmente, as seguintes relações:

- valor de mercado / lucro líquido ou preço da ação / lucro por ação ("P/E");
- preço da ação / valor patrimonial da ação;
- valor total do negócio (valor de mercado mais dívida líquida) / fluxo de caixa operacional (EBITDA);
- valor total do negócio / resultado operacional;
- valor total do negócio / receita;
- diversas variantes do valor do negócio (valor de mercado mais dívida líquida) / fatores específicos de telecomunicações, como linhas de acesso ou assinantes de celular.

O múltiplo utilizado representa a visão das bolsas ou do mercado privado das perspectivas de crescimento da empresa que está sendo avaliada. Como o mercado privado paga em geral um ágio para controlar a empresa que está sendo comprada, os múltiplos de avaliação do universo de transações comparáveis incluirão um ágio de controle, pago no momento da aquisição.

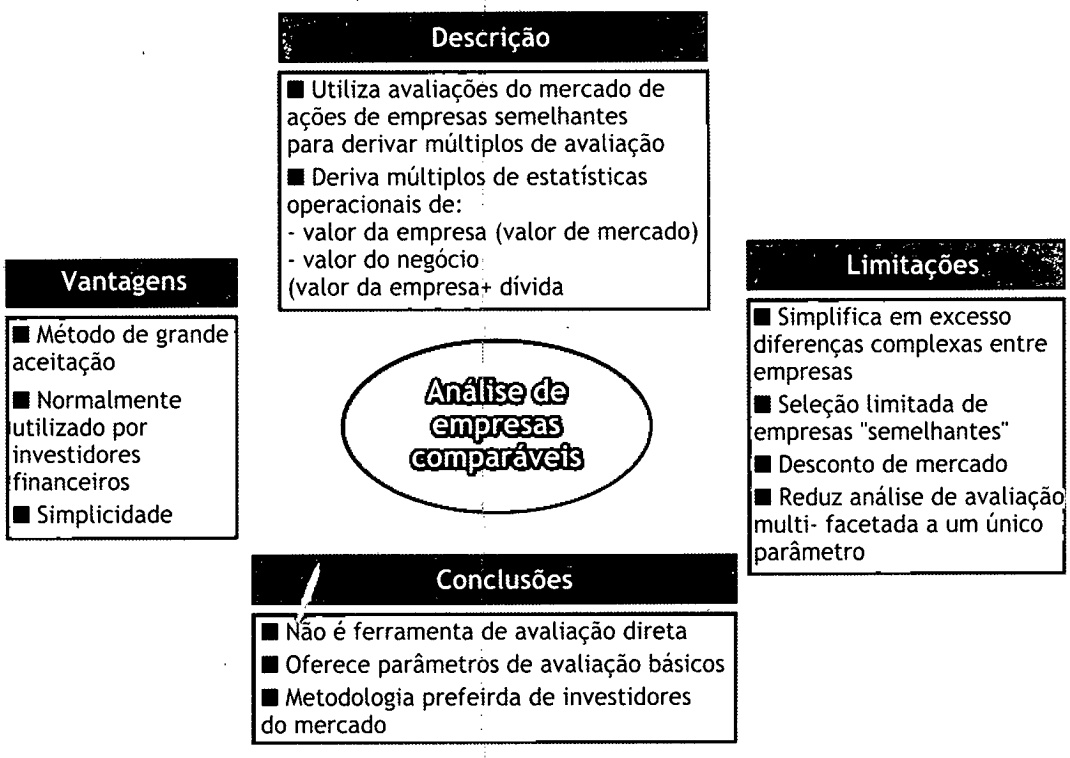
Os métodos de avaliação de empresas comparáveis e de transações comparáveis, ainda que já bem sedimentados, têm limitações significativas. Primeiro, a enormidade das mudanças previstas para a TELEBRÁS e para o setor de telecomunicações brasileiro reduz a importância dos dados dos históricos financeiro e operacionais. Segundo, a amostra de empresas e transações semelhantes é muito limitada, reduzindo assim a precisão dos múltiplos. Finalmente, ainda que as análises de múltiplos tenham ampla aceitação e fácil utilização, elas oferecem análises muito simplificadas de empresas e transações extremamente complexas. Assim, essas análises devem ser usadas como um *benchmark* secundário de avaliação, fornecendo uma idéia de valor e uma classificação relativa das alternativas.

B. Análise de empresas comparáveis

Uma avaliação de empresas comparáveis examina os múltiplos de mercado derivados de resultados operacionais e financeiros atuais e projetados em relação ao valor atual de mercado em relação a um grupo de empresas comparáveis. O desempenho do negócio a curto prazo tem grande peso nessa avaliação. A metodologia contábil utilizada pela empresa e fatores como a hiperinflação podem distorcer significativamente os múltiplos de mercado, caso ajustes apropriados não sejam feitos.

Investidores utilizam esse método para identificar quantitativamente quais empresas, em um grupo de comparáveis, parecem estar subvalorizadas (i.e., avaliação abaixo da média do grupo) ou supervalorizadas (i.e., avaliação acima da média do grupo). Com a análise quantitativa pronta, uma análise qualitativa das razões para as diferenças de avaliação é feita para determinar se a super ou subvalorização no mercado de uma certa empresa se justifica. Por exemplo, uma empresa de telecomunicações operando em um ambiente regulatório favorável ou num país com menor risco associado aos títulos de seu Governo deve obter um ágio de mercado maior do que uma empresa em um ambiente regulatório menos seguro ou localizada em um país com maior risco associado aos títulos de seu Governo.

O impacto da privatização das operações da TELEBRÁS, a possibilidade de substancial oferta pública de ações e o auxílio de uma estratégia de posicionamento global, são fatores de relevância para a avaliação da TELEBRÁS. A análise de empresas comparáveis tem sido o principal método utilizado no desenvolvimento de uma faixa de avaliação para uma oferta de ações por uma empresa. Investidores de bolsas avaliando uma oferta global de ações da TELEBRÁS, compararão seu preço de oferta com as oportunidades alternativas de investimentos em ações, seja em empresas de telecomunicações internacionais comparáveis, como em outras empresas brasileiras de capital aberto. O diagrama a seguir oferece uma visão geral da utilidade da análise de empresas comparáveis:



Ainda que existam muitas empresas de telecomunicações de capital aberto nos Estados Unidos, Europa, Ásia e América Latina, o universo de empresas comparáveis para as operadoras regionais propostas é extremamente limitado. A seguir, uma seleção de empresas de telecomunicações que, numa revisão inicial, parecem representar as comparáveis apropriadas para a avaliação das operadoras regionais. Dados resumidos são apresentados para cada empresa. Além disso, as vantagens e limitações de cada empresa são discutidas.

Empresas operadoras regionais americanas (Bell & GTE)

O primeiro universo de empresas comparáveis é representado pelas empresas de telecomunicações norte-americanas. O mercado dos E.U.A. é altamente desenvolvido, segmentado em provedores de serviços locais e longa distância, e passa agora por mudanças dramáticas devido a nova legislação. Como universo comparável para o Sistema TELEBRÁS atual é uma combinação fraca, devido ao escopo nacional e natureza abrangente de serviços da TELEBRÁS, assim como às diferenças significativas de condições econômicas, mercados de capitais e base de investidores.

Entretanto, o modelo regional do setor proposto para a reestruturação e privatização da TELEBRÁS é muito parecido com o utilizado pela AT&T em 1984, que resultou na formação dessas empresas. Da mesma forma como foi feito o desmembramento da AT&T, o modelo regional do setor requer um desmembramento da TELEBRÁS em empresas operadoras regionais e outra nacional de longa distância. As Empresas Operadoras Regionais Bell ("RBOCs")

oferecem serviço de telefonia local básico e serviço de celular dentro de suas respectivas regiões. Nesse aspecto, as RBOCs apresentam um intervalo indicativo de múltiplos de empresas comparáveis para as empresas operadoras regionais a serem criadas a partir da TELEBRÁS. Entretanto, as diferenças significativas mencionadas acima limitam severamente a utilidade de quaisquer conclusões de avaliação feitas pela aplicação desses múltiplos aos dados da TELEBRÁS. A tabela a seguir apresenta dados resumidos de operação e avaliação para as RBOCs e resume as questões associadas à aplicabilidade desse universo.

Empresas operadoras regionais americana (Bell)

	Perfil da empresa			Valor de empresa por:		
	PIB/ capita	Penetração	Margem EBITDA	Receita LTM	EBITDA LTM	Linhas fixas em serviço
Ameritech	$19.023	44,8%	39,6%	2,7x	6,9x	$2.039
BellSouth	$21.034	46,5%	38.6%	2,7x	6,8x	$2.262
US WEST Communications	$18.541	47,3%	44,5%	2,3x	5,1x	$1.509
Bell Atlantic	$20.949	59,6%	43,0%	2,6x	6,1x	$1.755
NYNEX	$22.370	54,8%	37,3%	2,2x	5,9x	$1.798
Pacific Telesis	$21.207	49,7%	43,4%	2,4x	5,5x	$1.391
SBC Communications	$15.668	46,7%	41,9%	2,9x	6,8x	$2.617

Vantagens

- Estrutura de setor semelhante àquela proposta no modelo regional da TELEBRÁS
  - Áreas regionais de atuação
  - Originalmente limitado a serviço local e sem fio
- Grande cobertura de investidores institucionais e analistas de pesquisa
  - Ações de grande liquidez
  - Avaliação eficiente

Limitações

- Diferenças materiais no perfil de empresas
  - PIB per capita mais alto
  - Maior penetração
  - Redes mais avançadas
- Estrutura do setor mudada pela Lei de Telecomunicações de 1996
  - RBOCs a fornecer longa distância/internacional
  - Empresas de longa distância a fornecer local
- Estratégias primárias de crescimento menos focalizadas em maior penetração e mais em serviços de valor adicionado, transmissão de dados e de longa distância

Conclusão

As empresas operadoras regionais da U.S. Bell constituem fraca comparação para avaliar as empresas operadoras regionais a serem formadas a partir da TELEBRÁS, devido a diferenças fortes em PIB/capita, níveis de penetração, estrutura do setor e estratégias de crescimento

Empresas européias de telecomunicações

Um segundo universo potencial de operadoras de telecomunicações pode ser encontrado na Europa. As operadoras européias são geralmente provedoras de todos os serviços com área de cobertura nacional. Além disso, elas operam em um mercado competitivo em rápida evolução, onde a competição baseada em distintas infra-estruturas foi introduzida na maioria dos mercados. Ainda que as operadoras européias operem em geral em mercados altamente desenvolvidos, uma distinção pode ser feita entre operadoras mais avançadas, como Deutsche Telecom, BT e Telecom Italia, e as de mercados em crescimento, como Telefónica de España, Portugal Telecom e OTE (Grécia).

Mesmo que o universo europeu possa provar-se instrutivo como uma série de *benchmarks* internacionais, a cobertura nacional e a atuação em todos os serviços de suas empresas podem não ser apropriadas para uma estrutura regionalizada da TELEBRÁS. Mais importante, como no mercado dos E.U.A., existem questões semelhantes de disparidades em desenvolvimento econômico e da rede.

Empresas européias de telecomunicações

	Perfil da empresa			Valor da empresa por:		
	PIB/ capita	Penetração	Margem EBITDA	Receita LTM	EBITDA LTM	Linhas fixas em serviço
British Telecom	16.251	47%	39,6%	1,7x	4,2x	$1.394
Cable & Wireless	NA	NA	34,3%	0,2x	0,4x	NA
KPN	20.106	52%	41,5%	1,8x	4,3x	$2.440
Portugal Telecom	7.155	34%	48,2%	2,4x	4,9x	$1.809
STET	17.141	44%	47,5%	1,3x	2,6x	$3.421
TeleDanmark	26.169	61%	36,5%	1,8x	4,9x	$1.953
Telefonica de España	12.229	39%	58,1%	2,7x	4,7x	$2.438
Telecom Italia	17.141	44%	55,0%	1,4x	2,5x	$1.193
Deutsche Telekom	21.198	53%	52,4%	2,3x	8,9x	$2.294

Vantagens

- Área de cobertura nacional e fornecimento de serviços é algo comparável ao modelo proposto de reestruturação nacional

Limitações

- Área de cobertura nacional e fornecimento de todos os serviços não é comparável aos modelos propostos de reestruturação regionalizada
- Disparidades significativas de desenvolvimento econômico e de rede

Conclusão

Todas as operadoras européias constituem fraca comparação para avaliar os modelos de reestruturação regional ou nacional, pois os níveis econômico, regulatório e de desenvolvimento de rede são significativamente diferentes das condições brasileiras.

Empresas asiáticas de telecomunicações

Como na Europa, as operadoras de telecomunicações asiáticas podem ser divididas entre empresas que operam em mercados mais desenvolvidos, como a NTT do Japão, e as que servem mercados emergentes da Ásia. Esta segunda série de operadoras de telecomunicações asiáticas pode ser de empresas comparáveis, apropriadas ao mercado brasileiro, dadas as oportunidades de crescimento, baixa penetração e natureza subdesenvolvida de muitos desses sistemas. Empresas como a PLDT das Filipinas, PT Telkom da Indonésia e TelecomAsia da Tailândia podem oferecer oportunidades de investimento semelhantes às das empresas operadoras regionais, formadas pela regionalização da TELEBRÁS. Entretanto, a compatibilidade dos múltiplos será distorcida pelas diferenças significativas existentes na estrutura e natureza das economias. Os investidores internacionais historicamente valorizaram as empresas asiáticas com ágio, devido às diferenças entre os perfis regionais da Ásia e da América Latina.

Empresas asiáticas de telecomunicações

	Perfil da empresa			Valor da empresa por:		
	PIB/ capita	Penetração	Margem EBITDA	Receita LTM	EBITDA LTM	Linhas fixas em serviço
MTNL	$280	0,2%	57,9%	6,4x	11,8x	$2.523
Pakistan Telecom	$353	1,7%	72,6%	6,5x	8,9x	$3.020
PLDT	$1.060	1,8%	49,1%	4,8x	9,8x	$3.993
PT Telkom	$971	1,7%	55,2%	7,3x	14,6x	$4.939
TelecomAsia	$2.923	1,4%	25,2%	25,8x	NM	$6.117
Telekom Malaysia	$4.062	16,6%	60,7%	9,2x	15,1x	$5.745
TT&T	$2.923	0,8%	63,6%	10,2x	16,0x	$2.795

Vantagens

- Dinâmica semelhante de baixa penetração combinada com alto potencial de crescimento
- Economias semelhantes de alto crescimento

Limitações

- Investidores em telecomunicações asiáticas usam critérios diferentes de investidores em telecomunicações latino-americanas
- Múltiplos altos relativos a telecomunicações na América Latina
- Dinâmica econômica e social diferente, resultando em diferenças nos fatores determinantes de crescimento
- Semelhanças limitadas com os perfis das empresas operadoras regionais contempladas
- PIB per capita em geral mais baixo
- Menor penetração

Conclusão

Apenas a Telkom Malaysia tem semelhanças suficientes para qualificá-la como uma empresa comparável apropriada. Ainda assim, seus fatores são menos persuasivos já que múltiplos mais altos são geralmente atribuídos às empresas asiáticas de telecomunicações.

Empresas de telecomunicações da América Latina

De todos os universos internacionais comparáveis potenciais, as empresas latino-americanas podem ser os *benchmarks* de avaliação mais apropriados. Ações de cinco empresas de telecomunicações latino-americanas são negociadas em mercados de capitais internacionais. Cada uma delas emitiu ADR negociados nos Estados Unidos e despertou grande interesse de investidores e analistas de pesquisa. Os investidores internacionais se voltarão naturalmente para essas empresas para obter parâmetros iniciais de avaliação, devido à proximidade geográfica do Brasil e suas semelhanças em termos de potencial de crescimento econômico, nível de desenvolvimento de rede e vínculos econômicos.

Empresas de telecomunicações da América Latina

	Perfil da empresa			Valor da empresa por:		
	PIB/ capita	Penetração	Margem EBITDA	Receita LTM	EBITDA LTM	Linhas fixas em serviço
CTC	$4.674	14,2%	55,4%	5,8x	9,2x	$3.539
Telefónica del Perú	$2.342	5,2%	56,0%	4,3x	6,4x	$3.850
Teléfonos de México	$2.237	9,7%	67,0%	2,7x	4,0x	$1.668
Telecom Argentina	$8.242	16,8%	49,3%	2,9x	5,7x	$2.079
Telefónica de Argentina	$8.242	19,9%	46,9%	2,8x	5,6x	$2.316

Vantagens

- Proximidade geográfica do Brasil
- Vínculos econômicos substanciais na região
- Dinâmica semelhante de baixa penetração combinada com alto potencial de crescimento de países em desenvolvimento
- Geralmente identificadas em conjunto por investidores
- Ações listadas na NYSE com interesse significativo de investidores institucionais e analistas de pesquisas

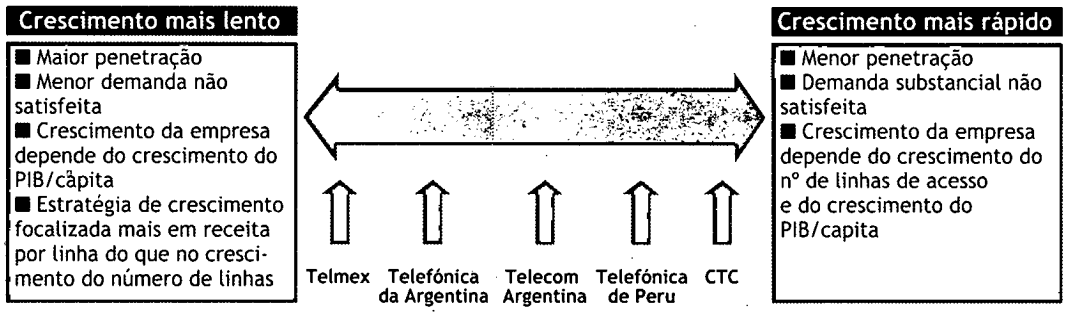
Limitações

- Maiores ofertas de serviços que as contempladas para as empresas operadoras regionais do Brasil:
  - Longa distância e internacional
  - Televisão a cabo
- Significativas diferenças regulatórias, econômicas e políticas entre países latino-americanos

Empresas de telecomunicações da América Latina

Conclusão

As empresas de telecomunicações latino-americanas são um universo comparativo valioso para o setor de telecomunicações do Brasil. A diversidade de estágios de desenvolvimento dessas empresas oferece uma estrutura analítica natural para avaliar as diversas regiões do Brasil. Estas empresas podem ser vistas numa faixa de perspectivas de crescimento:



Subsidiárias da TELEBRÁS negociadas em bolsa

Apesar de o universo de telecomunicações latino-americano oferecer as empresas internacionais mais adequadas para uma comparação, talvez as melhores empresas comparáveis para a avaliação do Sistema TELEBRÁS sejam as subsidiárias da TELEBRÁS negociadas em bolsa: Telesp, Telerj, Telepar, Telebrasília, Telebahia e Telemig. Essas empresas são bastante comparáveis por diversas razões. Primeiro, seus fatores de avaliação já refletem a avaliação de investidores do "risco do Brasil". Segundo, várias delas oferecem perfis de empresa semelhantes a algumas das empresas operadoras regionais contempladas. Terceiro, essas empresas oferecem pacotes de serviços mais parecidos com os que serão oferecidos pelas empresas operadoras regionais (*i.e.*, serviço local, serviço móvel e serviço de longa distância limitado).

Empresas brasileiras de telecomunicações negociadas em bolsa

	Perfil da empresa			Valor da empresa por:	
	PIB/ capita	Penetração	Margem EBITDA	1996E EBITDA	Linhas fixas em serviço
Telesp	R$4.672	15,3%	56%	5,4x	$1.571
Telerj	R$4.406	12,3%	32%	7,7x	$2.296
Telepar	R$3.693	9,0%	50%	4,5x	$2.423
Telebahia	R$1.841	4,9%	62%	3,1x	$2.183
Telemig	R$2.842	8,9%	53%	6,5x	$2.290
Telebrasília	R$4.815	19,2%	60%	3,2x	$1.571

Vantagens

- Fornecem perfis de empresa semelhantes aos das empresas operadoras regionais contempladas
- Linhas de negócio (local, móvel, longa distância limitada e transmissão de dados) semelhantes aos propostos para as empresas operadoras regionais
- Avaliação reflete dinâmica do mercado brasileiro

Limitações

- Podem estar sujeitas a um desconto de iliquidez
- Pesquisa e interesse internacional limitados podem distorcer avaliações

Conclusão

As subsidiárias da Telebrás negociadas em bolsa oferecem algumas das melhores empresas comparáveis disponíveis. Várias dessas empresas exibem perfis semelhantes aos das empresas operadoras regionais. Além disso a avaliação dessas empresas já leva em conta a dinâmica do mercado brasileiro. Entretanto, os baixos volumes dos negócios e a baixa cobertura em termos de pesquisa podem causar um desconto por falta de liquidez, de maneira que deve ser feito um ajuste nos múltiplos.

Análise de empresas comparáveis

Com os universos selecionados de empresas comparáveis, os múltiplos de lucros, fluxo de caixa e outras estatísticas devem ser aplicados aos dados operacionais e financeiros do Sistema TELEBRÁS. Entretanto, esse é um processo complicado por uma variedade de fatores. Antes de tudo, os planos de reestruturação e liberalização ainda não foram finalizados. Isso resulta em um grande número de cenários de reestruturação, que podem desenhar uma única empresa nacional ou diversas empresas regionais mais um provedor ou diversos provedores isolados de serviços de longa distância. Além disso, as configurações regionais dessas possibilidades são atualmente desconhecidas. Sem uma certeza quanto às estruturas finais, estimativas de um ou dois anos não podem ser desenvolvidas com precisão. Essas estimativas de curto prazo são essenciais no desenvolvimento de uma faixa de avaliação para as empresas reestruturadas utilizando o método de análise de empresas comparáveis.

No entanto, para oferecer uma idéia de valor para os diversos cenários de reestruturação, um método de avaliação de empresas bastante grosseiramente comparáveis pode ser utilizado. Essa análise, mesmo com alguns problemas, devido à dificuldade de identificar empresas diretamente comparáveis e à incerteza das políticas regulatórias e de liberalização finais, envolve uma seleção de múltiplos do universo latino-americano e brasileiro de empresas e a aplicação destes aos dados financeiros projetados para 1996 para as empresas reestruturadas. Os perfis operacionais dos universos das empresas comparáveis devem antes ser compatíveis com os perfis das empresas reestruturadas que, para fins de simplificação, devem ser limitados a variáveis como penetração da rede (linhas de acesso por 100 habitantes), nível de desenvolvimento regional (PIB/capita) e tamanho da rede (número de linhas). Detalhes adicionais, como margens de lucro operacional e penetração móvel, também podem ser utilizadas para reduzir a faixa de possibilidades.

Após este trabalho, os dados financeiros consolidados de 1995 para as empresas reestruturadas devem ser projetados para o final do ano de 1996, para se aplicar os fatores do ano corrente. Para fins de simplificação, e para as questões citadas acima, as taxas consensuais de crescimento projetadas da TELEBRÁS (conforme estabelecido pelo universo de analistas de pesquisa de telecomunicações globais) devem ser aplicadas aos dados financeiros consolidados de 1995 das empresas reestruturadas para se conseguir estimativas de resultados para 1996. Utilizando os fatores mais apropriados do universo comparativo, baseado em perfis operacionais comparáveis, uma faixa de avaliação bastante aproximada para as empresas reestruturadas pode então ser calculada.

Os múltiplos preferidos para avaliar as empresas devem ser os de valor total do negócio por fluxo de caixa operacional (EBITDA), pois esses oferecem a melhor aproximação do caixa livre disponível para detentores de dívidas e do capital próprio. Quando os fatores de EBITDA são aplicados ao EBITDA

projetado de 1996 das empresas reestruturadas, as faixas de avaliação resultantes representam o valor total do negócio (i.e. capital próprio mais dívida) dessas empresas.

Análise de avaliação de cenários de reestruturação

As avaliações expostas nesta seção são fornecidas apenas para fins informativos e para ilustrar a metodologia de avaliação descrita anteriormente. Essas avaliações não pretendem fornecer um valor preliminar das empresas reestruturadas da TELEBRÁS. Como explicado anteriormente, precisaria ser executada uma diligência extensiva e projeções de curto prazo de dois anos baseadas na nova reorganização e consolidação precisariam ser determinadas para oferecer avaliações preliminares das empresas reestruturadas da TELEBRÁS. Mais importante, a estrutura do setor, o arcabouço regulatório e de tarifas e o ambiente competitivo propostos precisariam ser esclarecidos pelo Ministério das Comunicações.

As tabelas a seguir fornecem os perfis operacionais e dados de avaliação necessários para calcular uma série de faixas de avaliação para as diversas empresas reestruturadas da TELEBRÁS.

Universo de empresas de telecomunicações comparáveis

Empresa	Perfil operacional				
	Penetração (%)	PIB/capita (US$)	Linhas (1000)	Margem EBITDA	Valor total da empresa por EBITDA 1996
CTC	14,2	4.674	1.891	55%	9,2x
TELEBRÁS	8,4	3.944	12.083	44%	3,7x
TelMex	9,7	2.237	8.869	67%	4,0x
Telefonica del Peru	5,2	2.385	1.234	56%	7,7x
Telecom Argentina	16,8	8.342	2.969	49%	5,7x
Telefonica de Argentina	19,9	8.342	3.213	47%	5,6x
Telebahia	4,9	1.841	541	62%	3,1x
Telemig	8,9	2.642	1.163	53%	5,5x
Telepar	9,0	3.693	754	50%	4,5x
Telerj	12,3	4.406	1.600	32%	7,7x
Telebrasília	19,2	4.815	495	60%	3,2x
Telesp	15,3	4.672	4.152	56%	5,4x

Fonte: Demonstrações financeiras das empresas e preços das ações em 25 de novembro de 1996

Dados para os cenários de reestruturação

Empresa	Perfil operacional				
	Penetração (%)	PIB/capita (US$)	Linhas (1000)	Margem EBITDA	1996 EBITDA (R$ 1000)
Modelo 5A					
HR1	4,58	1.867	716	57,2%	433
HR2	4,74	1.544	1.629	57,3%	1.001
HR3	10,85	10.850	3.818	46,2%	1.671
HR4	15,22	4.672	1.382	55,4%	2.403
HR5	9,44	3.590	1.382	52,7%	792
Modelo 5B					
HR1	7,19	2.354	1.715	59,2%	993
HR2	4,74	1.544	1.629	57,3%	1.001
HR3	10,31	3.483	2.984	42,3%	1.210
HR4	15,22	4.672	4.537	55,4%	2.403
HR5	9,44	3.629	1.217	51,8%	693
Modelo 4A					
HR1	7,02	2.295	1.550	59,1%	894
HR2	7,18	2.418	4.613	47,9%	2.211
HR3	15,22	4.672	4.537	55,4%	2.403
HR4	9,44	3.590	1.382	52,7%	792
Modelo 4B					
HR1	7,19	2.354	1.715	59,2%	993
HR2	7,18	2.418	4.613	47,9%	2.211
HR3	15,22	4.672	4.537	55,4%	2.403
HR4	9,44	3.629	1.217	51,8%	693
Modelo 3A					
HR1	7,95	2.948	2.932	55,9%	1.686
HR2	7,18	2.418	4.613	47,9%	2.211
HR3	15,22	4.672	4.537	55,4%	2.403
Modelo 3B					
HR1	11,52	3.649	6.252	56,4%	3.396
HR2	7,18	2.418	4.613	47,9%	2.211
HR3	9,44	3.629	1.217	55,4%	693

Fonte: Demonstrações financeiras das empresas e análises dos consultores financeiros

A página a seguir oferece as faixas de avaliação para seis modelos de reestruturação diferentes, utilizando o múltiplo EBITDA assim como o múltiplo menos elaborado de linhas de acesso.

	EBITDA 1996E	Valor da empresa decorrente de múltiplo de EBITDA de:							Linhas de acesso	Valor da empresa decorrente de valor de linha de acesso de:			
		3x	4x	5x	6x	7x	8x	9x	(1000)	R$1.000	R$2.000	R$3.000	R$4.000
Modelo 5A													
HR1	R$716	R$2.148	R$2.864	R$3.580	R$4.296	R$5.012	R$5.728	R$6.444	433	R$433	R$866	R$1.299	R$1.732
HR2	R$1.629	R$4.887	R$6.516	R$8.145	R$9.774	R$11.403	R$13.032	R$14.661	1.001	R$1.001	R$2.002	R$3.003	R$4.004
HR3	R$3.818	R$11.454	R$15.272	R$19.090	R$22.908	R$26.726	R$30.544	R$34.362	1.671	R$1.671	R$3.342	R$5.013	R$6.684
HR4	R$1.382	R$4.146	R$5.528	R$6.910	R$8.292	R$9.674	R$11.056	R$12.438	2.403	R$2.403	R$4.806	R$7.209	R$9.612
HR5	R$1.382	R$4.146	R$5.528	R$6.910	R$8.292	R$9.674	R$11.056	R$12.438	792	R$792	R$1.584	R$2.376	R$3.168
Modelo 5B													
HR1	R$1.715	R$5.145	R$6.860	R$8.575	R$10.290	R$12.005	R$13.720	R$15.435	993	R$993	R$1.986	R$2.979	R$3.972
HR2	R$1.629	R$4.887	R$6.516	R$8.145	R$9.774	R$11.403	R$13.032	R$14.661	1.001	R$1.001	R$2.002	R$3.003	R$4.004
HR3	R$2.984	R$8.952	R$11.936	R$14.920	R$17.904	R$20.888	R$23.872	R$26.856	1.210	R$1.210	R$2.420	R$3.630	R$4.840
HR4	R$4.537	R$13.611	R$18.148	R$22.685	R$27.222	R$31.759	R$36.296	R$40.833	2.403	R$2.403	R$4.806	R$7.209	R$9.612
HR5	R$1.217	R$3.651	R$4.868	R$6.085	R$7.302	R$8.519	R$9.736	R$10.953	693	R$693	R$1.386	R$2.079	R$2.772
Modelo 4A													
HR1	R$1.550	R$4.650	R$6.200	R$7.750	R$9.300	R$10.850	R$12.400	R$13.950	894	R$894	R$1.788	R$2.682	R$3.576
HR2	R$4.613	R$13.839	R$18.452	R$23.065	R$27.678	R$32.291	R$13.032	R$36.904	2.211	R$2.211	R$4.422	R$6.633	R$8.844
HR3	R$4.537	R$13.611	R$18.148	R$22.685	R$27.222	R$31.759	R$36.296	R$40.833	2.403	R$2.403	R$4.806	R$7.209	R$9.612
HR4	R$1.382	R$4.146	R$5.528	R$6.910	R$8.292	R$9.674	R$11.056	R$12.438	792	R$792	R$1.584	R$2.376	R$3.168
Modelo 4B													
HR1	R$1.715	R$5.145	R$6.860	R$8.575	R$10.290	R$12.005	R$13.720	R$15.435	993	R$993	R$1.986	R$2.979	R$3.972
HR2	R$4.613	R$13.839	R$18.452	R$23.065	R$27.678	R$32.291	R$36.904	R$41.517	2.211	R$2.211	R$4.422	R$6.633	R$8.844
HR3	R$4.537	R$13.611	R$18.148	R$22.685	R$27.222	R$31.759	R$36.296	R$40.833	2.403	R$2.403	R$4.806	R$7.209	R$9.612
HR4	R$1.217	R$3.651	R$4.868	R$6.085	R$7.302	R$8.519	R$9.736	R$10.953	693	R$693	R$1.386	R$2.079	R$2.772
Modelo 3A													
HR1	R$2.932	R$8.796	R$11.728	R$14.660	R$17.592	R$20.524	R$23.456	R$26.388	1.686	R$1.686	R$3.372	R$5.058	R$6.744
HR2	R$4.613	R$13.839	R$18.452	R$23.065	R$27.678	R$32.291	R$36.904	R$41.517	2.211	R$2.211	R$4.422	R$6.633	R$8.844
HR3	R$4.537	R$13.611	R$18.148	R$22.685	R$27.222	R$31.759	R$36.296	R$40.833	2.403	R$2.403	R$4.806	R$7.209	R$9.612
Modelo 3B													
HR1	R$6.252	R$18.756	R$25.008	R$31.260	R$37.512	R$43.764	R$50.016	R$56.268	3.396	R$3.396	R$6.792	R$10.188	R$13.584
HR2	R$4.613	R$13.839	R$18.452	R$23.065	R$27.678	R$32.291	R$36.904	R$41.517	2.211	R$2.211	R$4.422	R$6.633	R$8.844
HR3	R$1.217	R$3.651	R$4.868	R$6.085	R$7.302	R$8.519	R$9.736	R$10.953	693	R$693	R$1.386	R$2.079	R$2.772

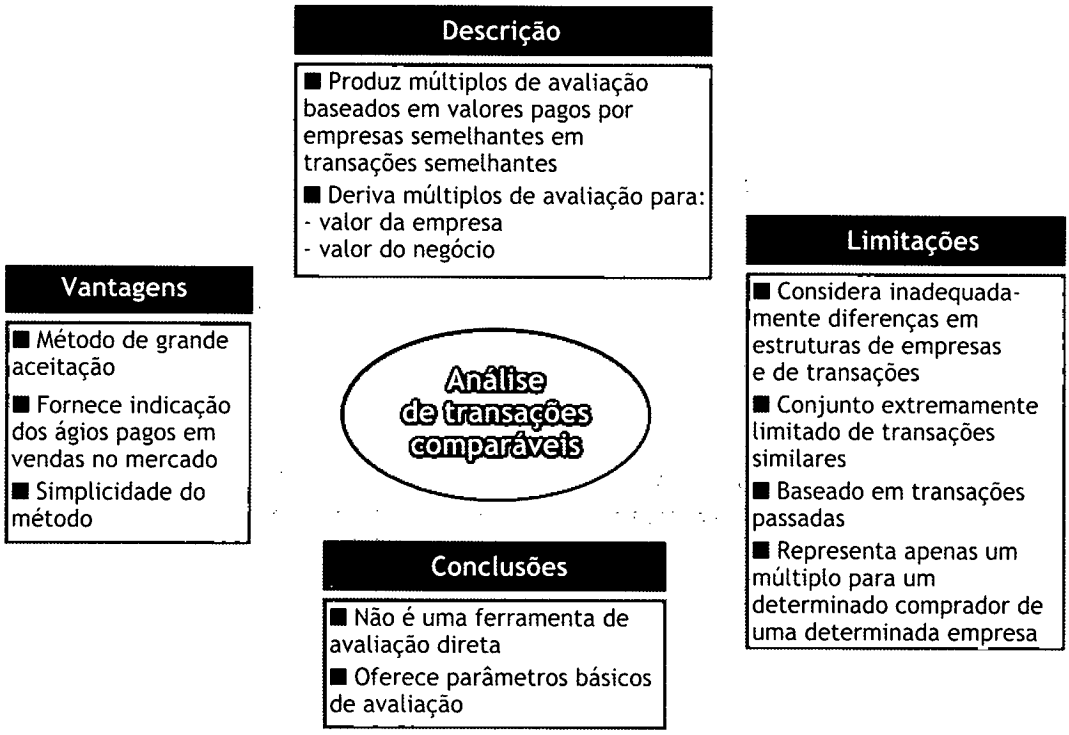
Análise de transações comparáveis

A análise de transações comparáveis implica na aplicação de múltiplos derivados de transações históricas sobre dados operacionais e financeiros da empresa alvo. Isso vai dar uma indicação do valor da empresa que está sendo avaliada para venda. O principal uso dos múltiplos utilizados nesta análise é dar uma idéia do valor da empresa e do negócio (i.e., valor do patrimônio líquido mais dívida líquida).

Como a análise de transações de empresas comparáveis envolve freqüentemente a aquisição de grande parte das ações ou do controle acionário, essa metodologia também oferece uma maior compreensão da magnitude dos ágios de controle pagos em relação ao valor de mercado dessas empresas.

A possibilidade da análise de transações de empresas comparáveis fornecer uma indicação precisa do valor do Sistema TELEBRÁS é limitada por diversos fatores. Primeiro, essas análises não conseguem anular de forma apropriada os efeitos de diferenças nas transações em si ou de características diferentes entre empresas, como a estrutura de capital. Principalmente se as transações envolveram empresas operando em diferentes mercados, com diferentes estágios de desenvolvimento e em ambientes regulatórios e competitivos diferentes. Além disso, o histórico de transações de empresas comparáveis ocorreu durante um período de alguns anos, em diferentes épocas e diferentes condições de mercado. Em segundo lugar, há falta de empresas diretamente comparáveis às empresas reestruturadas da TELEBRÁS. Entretanto, apesar das dificuldades de identificar transações comparáveis, há várias transações em que se pode fazer comparações com o Sistema TELEBRÁS e que podem ser utilizadas para se ter uma indicação de valor. Elas são expostas em maiores detalhes a seguir.

O diagrama seguinte ilustra as questões relacionadas à análise do uso de múltiplos de transações comparávies discutidas anteriormente.



Transações comparáveis selecionadas

A tabela a seguir exibe as transações que investidores usariam como as melhores referências em qualquer reestruturação regional da TELEBRÁS. Embora tenha havido muitas outras vendas a parceiros estratégicos de telecomunicações em época mais recente, como a Telecom Eireann na Irlanda, SPT na República Tcheca ou MATAV na Hungria, cada uma dessas transações é suficientemente diferente da TELEBRÁS reestruturada em termos de diversos fatores-chave: tamanho da empresa, desenvolvimento do mercado (operacional e em termos de ambiente competitivo) e do próprio desenvolvimento da empresa.

Análise de transações comparáveis latino-americanas

Empresa adquirida	Comprador	%	PIB per capita[h]	Linhas fixas em serviço por 100 habitantes[h]	Valor da empresa por: Receita	EBITDA	Linha fixa em serviço
Empresa de Telecom. de Cuba	Grupo Domos SA[a]	49%	$1.537	3,21	N/A	N/A	$9.311
Entel Peru/CPT	Telefonica de España SA[b]	35%	$1.945	3,31	25,3x	N/A	$9.533
CANTV (Venezuela)	VenWorld[c]	40%	$2.564	10,92	5,5x	15,4x	$3.038
Telefonos de Mexico	Southwestern Bell/Grupo Carso/France Telecom[d]	20%	$1.251	9,15	3,4x	6,9x	$2.222
Compania de Teléfonos de Chile S.A.	Telefónica de España[e]	45%	$2.078	11,00	3,4x	6,1x	$1.202
ENTel Norte (Argentina)	France Telecom, STET, JP Morgan[f]	100%	$5.274	13,25	2,2x	5,9x	$624
ENTel Sul (Argentina)	Telefonica, Citibank[g]	100%	$5.274	13,25	2,3x	6,2x	$663

(a) Valor da transação calculado a partir do preço de compra de $1,460 bilhões por uma participação de 49%. Valor da empresa representa o valor do patrimônio líquido estimado, pois os resultados financeiros não são disponíveis. Baseado em 320.000 linhas de acesso. Data da transação: 6/94.

(b) Valor da transação calculado a partir do preço de compra de $2,002 bilhões por uma participação de 35%. Valor da empresa representa o valor de patrimônio líquido estimado, pois os resultados financeiros não são disponíveis. Baseado em 600.000 linhas de acesso. Data da transação: 5/94.

(c) VenWorld é um consórcio da AT&T, GTE e Telefónica de España. Baseado nos resultados do ano fiscal de 1990 no prospecto de 1993. Taxa de câmbio utilizada de Bs46,99 por US$. Dados de balanço convertidos pela taxa de final de ano de Bs50,54 por US$. Valor da empresa calculado com base nas cifras de endividamento líquido de dezembro de 1991. Data da transação: 12/91.

(d) Dados da TelMex baseados no ano fiscal de 1989 no prospecto dos ADR. Valor da transação calculado a partir do preço de compra de $1,758 bilhões por uma participação de 20,4%. Taxa de câmbio para demonstração de resultado: 2.827 pesos por US$ (taxa média de 1989). Dados de balanço convertidos pela taxa de final de ano de 2.947,8 pesos por US$. Data da transação: 9/91.

(e) Baseado em cifras do ano fiscal de 1989 no prospecto dos ADR de julho de 90. Valor da transação calculado a partir do preço de compra de $392 por uma participação de 45%. Taxa de câmbio para a demonstração de resultado: Ch$296,04 por US$ (taxa média do ano). Dados de balanço convertidos pela taxa de final de ano de Ch$296,32 por US$. Data da transação: 4/90.

(f) Baseado nos resultados do ano fiscal de 1987 e no prospecto de jan. 90. Preço pago pela ENTel Norte foi de $100 mais $2,3 bilhões em dívidas (calculadas a 15 centavos para cada dólar). Data da transação: 2/90.

(g) Baseado em resultados do ano de 1987 e no prospecto de jan. 90. Preço pago pela ENTel Sul foi de $114 mais $2,7 bilhões em dívidas (calculadas a 15 centavos para cada dólar). Taxa de câmbio para demonstração de resultado: A652,5 por o US$ (taxa média do ano). Dados de balanço convertidos pela taxa de final de ano de A652,2 por US$. Data da transação: 2/90.

(h) Na data da transação. Fonte: relatórios do EIU.

Análises suplementares

Há três outros aspectos para uma avaliação adequada de um negócio internacional. Esses aspectos complementam as técnicas de avaliação mais abrangentes como o fluxo de caixa descontado e a análise de múltiplos descrita anteriormente. Eles não devem ser considerados ferramentas de avaliação por si próprios, mas sim como "verificadores" para outros métodos rigorosos e tecnicamente robustos, dando sustentação à faixa de avaliação oferecida por tal procedimento.

A primeira dessas análises é a da soma do valor das partes. Isso envolve a comparação do valor atual em bolsa (patrimônio líquido) da TELEBRÁS com o valor da empresa após ela ser segmentada com a reestruturação e liberalização do sistema. O objetivo principal dessa análise é tentar fornecer uma estimativa do valor das empresas não negociadas em bolsa que existem atualmente no Sistema TELEBRÁS. Este método determinará se a TELEBRÁS consolidada é avaliada atualmente com um valor maior ou menor que a soma das partes individuais. A análise de soma do valor das partes também ajudará a determinar o valor que o mercado está dando a partes específicas da TELEBRÁS. A primeira etapa seria calcular o valor de mercado para a TELEBRÁS. Este é simplesmente o número de ações em circulação vezes o preço atual da ação. Essa avaliação incorpora a percepção do mercado do valor de todas as empresas, inclusive a empresa controladora, que compõem o Sistema TELEBRÁS. Para avaliar o valor das empresas de capital fechado, os valores de mercado das Teles de capital aberto devem ser expurgados. O valor da EMBRATEL pode ser calculado pelas técnicas de múltiplos descritas em detalhe anteriormente. Essa será uma medida satisfatória do valor da EMBRATEL, pois há várias empresas diretamente comparáveis na América Latina e no mundo. Os múltiplos seriam utilizados para estimar um valor de bolsa para a EMBRATEL, que seria deduzido do valor da TELEBRÁS. Assim, o resto seria o valor das teles de capital fechado, tornando-se fácil determinar se a soma das partes é maior que o total. Conseqüentemente, este método ajudará a definir o nível esperado de valores a serem atingidos pela segmentação do Sistema TELEBRÁS.

A segunda e terceira análises utilizadas para validar os métodos mais técnicos são muito parecidas. Estes dois métodos buscam examinar a avaliação atual da TELEBRÁS no contexto do mercado de ações, assim como a de outras empresas de grande porte no mercado local, e em mercados e setores diferentes. Essa análise é conhecida como *benchmarking* do setor e do mercado local. A técnica visa fornecer uma verificação adicional da avaliação da TELEBRÁS, comparando seus múltiplos com os de empresas de setores similares em outros países, e com as correlações dessas empresas com seu mercado local. Isto mostrará se a TELEBRÁS está sendo negociada a um nível comparável ao de outras empresas.

O *benchmarking* do setor compara a TELEBRÁS com outras grandes empresas de serviços de utilidade pública e industriais no mundo, utilizando os múltiplos em relação ao índice do mercado local. As indústrias utilizadas serão as que apresentam porte similar em relação ao mercado, crescimento e características de geração de fluxo de caixa semelhantes. Utilizando essas empresas, um "*benchmark*" pode ser estabelecido para definir o nível de negociação esperado em termos de diferencial de múltiplos para o mercado. Este *benchmark* determinará se esses tipos de empresas têm avaliações em geral maiores ou menores que o mercado. A razão da importância desse tipo de análise é que ela executa um *benchmarking* dos múltiplos das ações que podem ser utilizados como referências de mercado, como a TELEBRÁS o é para o mercado brasileiro. Quando esse procedimento é completado, a TELEBRÁS pode ser inserida no contexto e seu nível adequado de negociação pode ser determinado.

O *benchmarking* do mercado local pode ser definido como um processo de três etapas. Primeiro, a TELEBRÁS será comparada em relação aos múltiplos do mercado local. Depois, será feito seu *benchmarking* em comparação com outras empresas de telecomunicações de capital aberto do Brasil. Finalmente, ela será comparada com os múltiplos de mercado de outras empresas de grande porte no mercado brasileiro. Cada um desses cenários de *benchmarking* fornecerá evidência quanto ao nível de negociação atual da TELEBRÁS no contexto de uma variedade de ambientes.

Anexo D
Parceria Estratégica

Anexo D
Parceria estratégica

A. Introdução

A Parceria Estratégica ("PE") é um método de privatização pelo qual se realiza uma venda completa ou parcial da participação do Governo em uma empresa de telecomunicações estatal, que é vendida a outra operadora de telecomunicações, em geral estrangeira, ou a um consórcio de operadoras, parceiros financeiros e, possivelmente, fornecedores de equipamentos. As PEs têm sido realizadas com sucesso em vários processos de privatização do setor telecomunicações, especialmente na América Latina e na Europa.

Geralmente, uma venda estratégica é mais adequada a redes de telecomunicações que requerem investimentos significativos de novos capitais e/ou gerenciamento e especialização estrangeiros. As PEs têm sido empregadas principalmente nas situações em que há uma pequena penetração de linhas de acesso e um desejo de crescimento rápido, sem a utilização de financiamentos do governo. A estrutura da PE também oferece conhecimentos especializados de gerenciamento, comercialização, capacidade de importar tecnologias avançadas e acesso aos mercados de capital globais por um longo prazo.

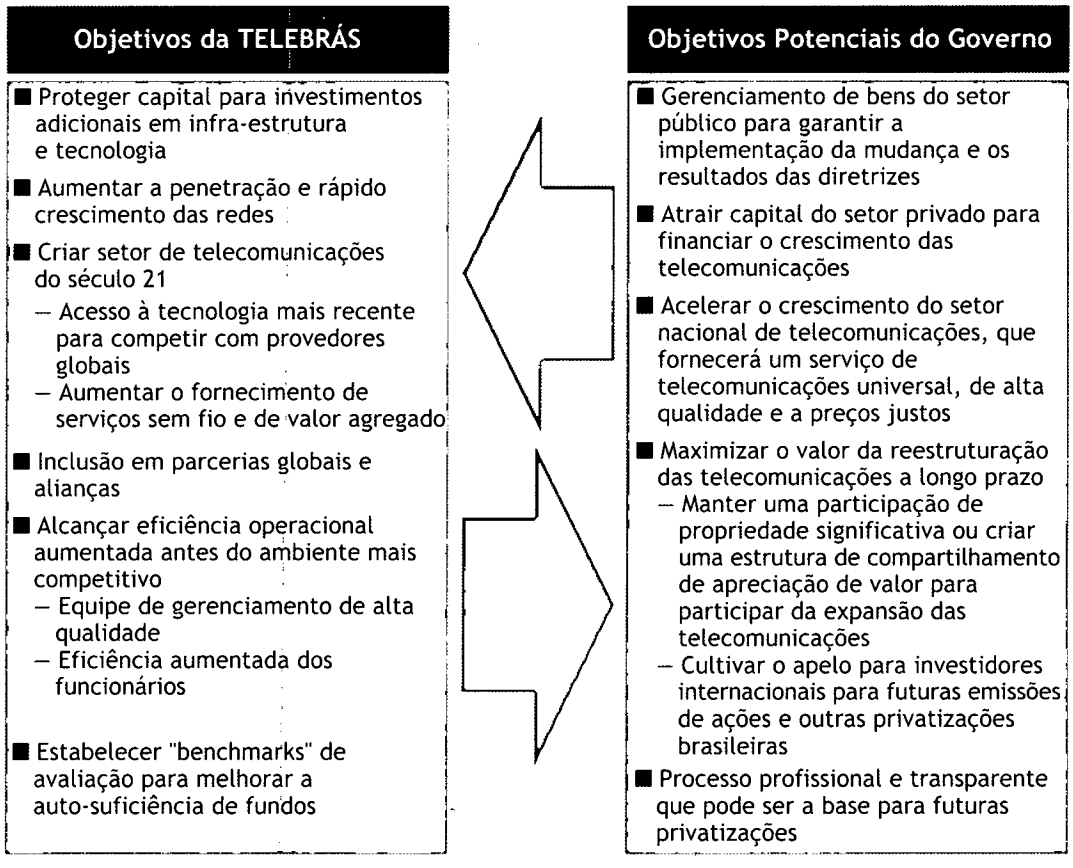
Um dos fatores mais importantes na execução da PE é a escolha do parceiro mais apropriado, ou a escolha de uma lista de parceiros em potencial. Os atributos fundamentais do parceiro estratégico ideal incluem a capacidade financeira de PE comprometer e assegurar o nível desejado de investimento, compatibilidade técnica com a rede existente, conhecimentos tecnológicos e administrativos e comprovada experiência no setor de telecomunicações.

Este capítulo apresenta uma visão geral de algumas das questões associadas à execução de uma estratégia de PE e delineia o processo de execução de uma PE. A última seção deste capítulo apresenta um estudo de caso sobre a CANTV da Venezuela, uma das vendas estratégicas mais bem-sucedidas na América Latina.

B. Visão geral da parceria estratégica

Atendendo aos objetivos da TELEBRÁS e do Governo

Os objetivos da Telebrás e do Governo devem ser claramente definidos desde o início do processo, para que a seleção dos parceiros possa acomodar os interesses de ambas as partes. O gráfico abaixo mostra a interação provável entre as duas partes.



O Governo deve selecionar um parceiro estratégico que esteja claramente comprometido com o desenvolvimento do sistema de telecomunicações do Brasil e que maximize os seus objetivos nas principais áreas de desenvolvimento do setor. Especificamente, os parceiros devem possuir os seguintes atributos em telecomunicações:

- capacidade financeira para comprometer-se e assegurar o nível de investimento desejado a curto prazo;
- plataforma para o avanço do século 21;
- superioridade operacional (no âmbito doméstico e internacional);
- experiência em serviços de valor agregado;
- capacitação tecnológica (fixa e sem fio);
- perspicácia de marketing;
- experiência na formação de PEs bem sucedidas; e
- reputação internacional de destaque.

PEs Históricas

Desde 1990, mais de uma dúzia de PEs foram implementadas no setor de telecomunicações mundial, como resultado de processos de privatização. A tabela abaixo destaca as PEs mais importantes no setor de telecomunicações dos últimos seis anos, e a porcentagem que foi vendida ao parceiro estratégico ou consórcio de parceiros.

Data	País	Parceiros Estratégicos	Propriedade %
8/96	Irlanda	KPN, Telia	20,0
3/96	Bélgica	Ameritech, Tele Danmark, Singapore Telecom	49,9
9/95	Bolívia	STET	50,0
9/95	República Tcheca	KPN, Swiss Telecom	27,0
5/94	Peru	Telefónica de España	35,0
12/93	Hungria	Deutsche Telkom, Ameritech	30,0[a]
12/91	Venezuela	GTE, AT&T, Telefónica de España	40,0
12/90	México	Southwestern Bell, France Telecom	20,4
9/90	Nova Zelândia	Ameritech, Bell Atlantic	100,0[b]
4/90	Chile	Telefónica de España	52,3
2/90	Argentina (Telecom)	STET, France Telecom	60,0
2/90	Argentina (Telefónica)	Telefónica de España	60,0

[a] A Ameritech e a Deutsche Telekom aumentaram as ações para 67,0% em 1995.
[b] A venda obrigatória caiu para 49,9% em mercados públicos em 24 meses.

Algumas observações podem ser feitas com relação à execução destas PEs:

- cada uma das PEs mencionadas atraiu interesse de grandes empresas internacionais;
- empresas americanas e européias do setor têm dominado o processo em todas as PEs; e
- provedores de serviços de telecomunicações, não fabricantes de equipamentos, foram selecionados como parceiros estratégicos, exceto pela Venezuela, onde a AT&T detém uma pequena participação acionária como parte de sua função de fornecedor de equipamentos.

A maioria das PEs foi concedida a consórcios que consistiam em duas ou mais operadoras de telecomunicações, com exceção do Chile, Peru, Argentina (Telefónica) e Bolívia:

- grupos de licitação bem-sucedidos com freqüência incluíram parceiros locais que proporcionaram importantes conhecimentos dos países, além de credibilidade adicional em termos de considerações políticas e sociais;
- de forma geral, as PEs têm incluído operadoras de telecomunicações com conexões internacionais (América Latina - STET, Telefónica de España, AT&T; Europa Central- Deutsche Telekom, France Telecom);
- a ampliação das estruturas de redes quase sempre envolveu concessionárias locais dos EUA, como a SBC Communications, GTE, Bell Atlantic ou Ameritech;

■ devido aos benefícios resultantes da divisão de riscos e da combinação de especializações (PTTs que possibilitam conexões internacionais e concessionárias locais dos EUA que fornecem serviços locais e experiência na ampliação das redes), uma estrutura de consórcio tem se mostrado a forma preferida de investimento da maioria das empresas telefônicas internacionais;

Os consórcios internacionais que se apresentarem para participar de um processo brasileiro de PE provavelmente incluirão grupos domésticos, parceiros estratégicos dos EUA, da Europa e da Ásia e, na maioria dos casos, serão liderados por um parceiro estratégico norte-americano ou europeu. Algumas destas operadoras já demonstraram interesse no setor de telecomunicações do Brasil, participando de consórcios formados para disputar os processos de licitação para licenças da Banda B e da CRT.

Fatores de sucesso para o processo de PE

Ao examinar processos de PE anteriores, podemos identificar alguns "fatores de sucesso":

■ profissionalismo/força da equipe de PE;

■ clareza e consistência dos objetivos do Governo;

■ compromisso por parte da diretoria da empresa telefônica com o processo de privatização;

■ excelência de todas as etapas preparatórias;

■ desenvolvimento antecipado e bem gerenciado da participação dos investidores;

■ ausência de atrasos significativos no processo, especialmente na fase de execução;

■ tomada de decisões regulatórias e de política tarifária anterior ao marketing;

■ disposição por parte da equipe de PE para considerar as preocupações dos investidores;

■ manutenção da tensão competitiva entre os licitantes;

■ confidencialidade durante negociações/licitações;

■ flexibilidade para a incorporação do Governo em todo o processo;

■ programa de relações públicas bem gerenciado durante todo o processo.

A experiência de processos de PE anteriores permite o aperfeiçoamento da abordagem brasileira e impede erros comuns. A tabela abaixo destaca algumas das dificuldades encontradas em processos mal sucedidos de privatização, bem como alguns dos problemas que surgiram durante as fases de preparação e execução de empresas que foram finalmente privatizadas.

País	Experiência	Lição
Colômbia, Uruguai e Grécia	O processo foi interrompido devido à impossibilidade de lidar com questões constitutivas amplas ou específicas quanto às conseqüências da PE	Importância da STET e garantia de consenso
Turquia e Grécia	A oposição baseou-se em objeções legais à autoridade do Governo na execução da PE, impedindo o início do processo por dois anos.	Garantia da autoridade legal para a execução da PE
Porto Rico e Índia	Declarações iniciais das expectativas de valor do Governo impediram a conclusão do processo de venda	Administração das expectativas de valor
México e Japão	Obrigações de crescimento/ cobertura equilibradas de forma inadequada com pressões competitivas geradas pela liberalização do setor	Equilíbrio entre objetivos de Empresas e Governo
Hungria	Atrasos consideráveis no processo causados pela documentação legal, de empresas e concessões	Clarificação dos termos de concessão e informações preparatórias e de obrigações
RU e Venezuela	Corpo normativo rígido exigido para gerenciar conflitos e para monitorar os crescentes requisitos técnicos do setor	Importância da definição e implementação de uma autoridade de regulamentação firme

Critérios chave de seleção de investimento estratégico por um parceiro em potencial

A seleção de um parceiro estratégico é sem dúvida de suprema importância; no entanto, é fundamental compreender quais fatores os parceiros em potencial exigirão do investimento. Por exemplo, a empresa e a operadora devem ter ideais estratégicos e corporativos compatíveis para garantir que os objetivos de desenvolvimento do Governo possam ser atingidos.

Ao examinarem um processo de privatização e oportunidades de investimento, parceiros em potencial devem prever a possibilidade de retornos financeiros atraentes, proporcionais aos riscos associados àqueles fluxos potenciais de receita. Os critérios relevantes do ponto de vista de um parceiro em potencial são, entre outros:

- potencial de crescimento de receitas e linhas de acesso;
- perfil macroeconômico e demográfico atraente;
- estrutura razoável de investimentos estrangeiros (por exemplo, repatriação de lucros);

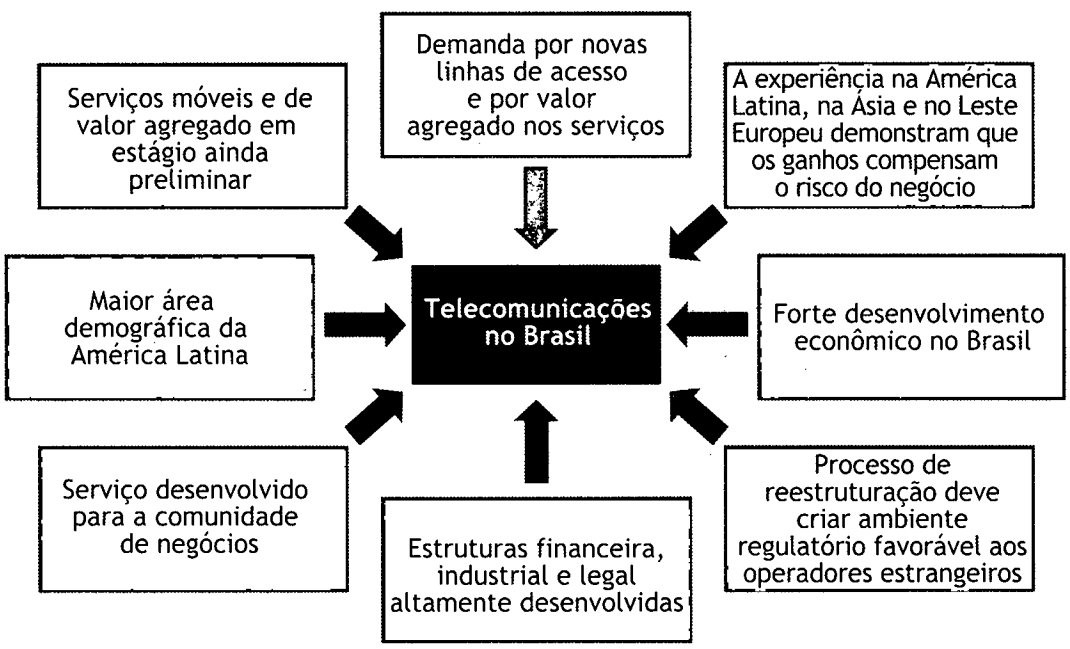
- ambiente regulatório e política tarifária favoráveis;
- estruturas competitivas esperadas;
- termos preliminares de concessão razoáveis (por exemplo, controle operacional / governo e gerenciamento).

Outras considerações são:

- escala dos investimentos estratégicos e o impacto financeiro esperado sobre lucros e compromisso financeiro;
- estabilidade política e macroeconômica do Brasil;
- qualidade e compatibilidade com a diretoria das empresas reestruturadas.

Atrativos do setor de telecomunicações brasileiro para parceiros em potencial

Com a descrição dos fatores visados por possíveis parceiros estratégicos, fica claro que o processo de privatização das telecomunicações brasileiras representa uma oportunidade atraente para parceiros em potencial do setor de telecomunicações.



Existem, no entanto, certos aspectos menos atraentes do setor que devem também ser considerados pelos parceiros estratégicos em potencial, dentre os quais incluem-se as questões referentes a:

- planos do Governo para introduzir competição;
- necessidades de altos investimentos para a ampliação do sistema;
- receita relativamente baixa por funcionário;
- número relativamente alto de funcionários por linha;
- disparidade regional dos sistemas;
- obrigações de serviços universais.

A despeito das atraentes características do Brasil e das possíveis oportunidades oferecidas pelo setor de telecomunicações, poderá haver um número limitado de operadoras dispostos e financeiramente capazes para fazer uma oferta de participação acionária nas entidades reestruturadas da TELEBRÁS ou no Sistema TELEBRÁS como um todo. Uma análise mais completa desta questão pode ser encontrada no corpo principal do Relatório Final. No entanto, com a reestruturação, liberalização e estratégias de regulamentação apropriadas, o Governo deverá ser capaz de maximizar a demanda pelas empresas reestruturadas e aumentar seu apelo como investimento.

A tabela na página seguinte apresenta maiores detalhes sobre participações estratégicas já realizadas.

Participações estratégicas históricas

País	Empresa	Data da PE	% Vendida	Valor da transação (milhões de dólares)	Consórcio vencedor de parceiros estratégicos	Outros consórcios licitantes na rodada final	Comentários	Mandados
Bélgica	Belgacom	3/96	50 (menos uma ação)	2.900	Ameritech Tele Danmark Singapore Telecom	KPN e Swiss Telecom	Competição intensa Questões trabalhistas foram de suma importância Apesar do lance mais alto na primeira rodada, a STET foi excluída do processo	
Bolívia	ENTEL Bolivia	9/95	50	610	STET	Bell Atlantic MCI Telefónica de España	Enorme disparidade entre os lances	
República Tcheca	SPT Telecom	9/95	27	1.320	KPN Swiss Telecom	Tele Danmark STET Deutsche Telekom e Ameritech France Telecom e Bell Atlantic	Processo de licitação altamente competitivo	Índice de penetração dobrado durante os 5 primeiros anos
Peru	CPT/ ENTEL	05/94	35	2.002	Telefónica de España	Southwestern Bell e Korea Telecom GTE, empresas brasileiras e portuguesas	O lance da Telefónica de España foi mais do que o dobro do segundo lance mais alto (857 milhões de dólares)	Solicitada a investir 1,5 bilhões de dólares na ampliação de redes nos primeiros 5 anos - 2 milhões de linhas até 1998 Reduzir o custo dos serviços em pelo menos 20%

Participações estratégicas históricas (continuação)

País	Empresa	Data da PE	% Vendida	Valor da transação (milhões de dólares)	Consórcio vencedor de parceiros estratégicos	Outros consórcios licitantes na rodada final	Comentários	Mandados
Hungria	MATAV	12/93	30	875	Deutsche Telekom Ameritech	France Telecom e U S WEST STET e Bell Atlantic Telefónica de España	Disputa intensa de licitação. Decisão final tomada de acordo com critérios diferentes do preço.	Tornar a Hungria um "hub" internacional de telecomunicações Aumentar o número de linhas em 15,5% ao ano de 1994 a 1999 Depois de 1997, atender a 90% da demanda por serviços de telefonia pública
Venezuela	CANTV	12/91	40	1.885	GTE AT&T Telefónica de España	Bell Atlantic e BCE	Ambos os lances (1,8 e 1,6 bilhões de dólares) foram consideravelmente mais altos do que o esperado pelo Governo	Aumentar o número de linhas digitais em 154.000 em 1992 (depois disso, quantidades especificadas a cada ano até o ano 2000) Aumentar a qualidade, fornecimento e uso dos serviços
México	Teléfonos de Mexico	12/90	20,4	1.758	Southwestern Bell France Telecom Grupo Carso	GTE, Telefónica de España e firmas de corretagem mexicanas lideradas por Robert Hernandez	O lance do consórcio vencedor ultrapassou o do segundo em 70 milhões de dólares	Crescimento de linhas de 12% ao ano Aumentar a cobertura Reduzir o tempo de espera Permitir a interconexão da competição

Participações estratégicas históricas (conclusão)

País	Empresa	Data da PE	% Vendida	Valor da transação (milhões de dólares)	Consórcio vencedor de parceiros estratégicos	Outros consórcios licitantes na rodada final	Comentários	Mandados
Nova Zelândia	Telecom Corporation of New Zealand	09/90	100	2.460	Ameritech Bell Atlantic	Southwestern Bell Cable & Wireless	O preço foi o determinante fundamental Os lances cresceram em 550 milhões de dólares após a submissão inicial	Consórcio para reduzir preços em 49,9% até 1994 Manter chamadas locais (residenciais) gratuitas Aumento de preços apenas de acordo com o aumento do custo de vida
Chile	CTC	04/90	52,3	392	Telefónica de España	NA	A Telefónica de España adquiriu sua participação acionária da Bond Corporation Chile, que a tinha ganho através de um processo de licitação internacional aberto	1.000.000 de linhas adicionais até 1997
Argentina	Telefónica de Argentina	11/90	60,0	658(*)	Telefónica de España Investimentos do Citicorp Parceiro local - Technint SA	Bell Atlantic Cable & Wireless NYNEX GTE	Cada consórcio licitante deveria incluir pelo menos uma empresa telefônica e uma instituição bancária/financeira, além de converter a dívida argentina em ações	Instalar 624.000 linhas entre 1991 e 1996 Reduzir o tempo médio de espera para 4 meses até 1996 Atender a requisitos específicos de desempenho
Argentina	Telecom Argentina	11/90	60,0	562(*)	STET France Telecom	Bell Atlantic Cable & Wireless NYNEX GTE	Cada consórcio licitante deveria incluir pelo menos uma empresa telefônica e uma instituição bancária/financeira, além de converter a dívida argentina em ações	Instalar 577.000 linhas entre 1991 e 1997 Reduzir o tempo médio de espera para 4 meses até 1996 Atender a requisitos específicos de desempenho

(*) Não inclui a assunção de dívida

C. Descrição do processo de parceria de participação estratégica

O processo de parceria estratégica consiste em três fases: as duas primeiras podem ser consideradas em conjunto como a "Fase de Planejamento", seguida pela "Fase de Execução".

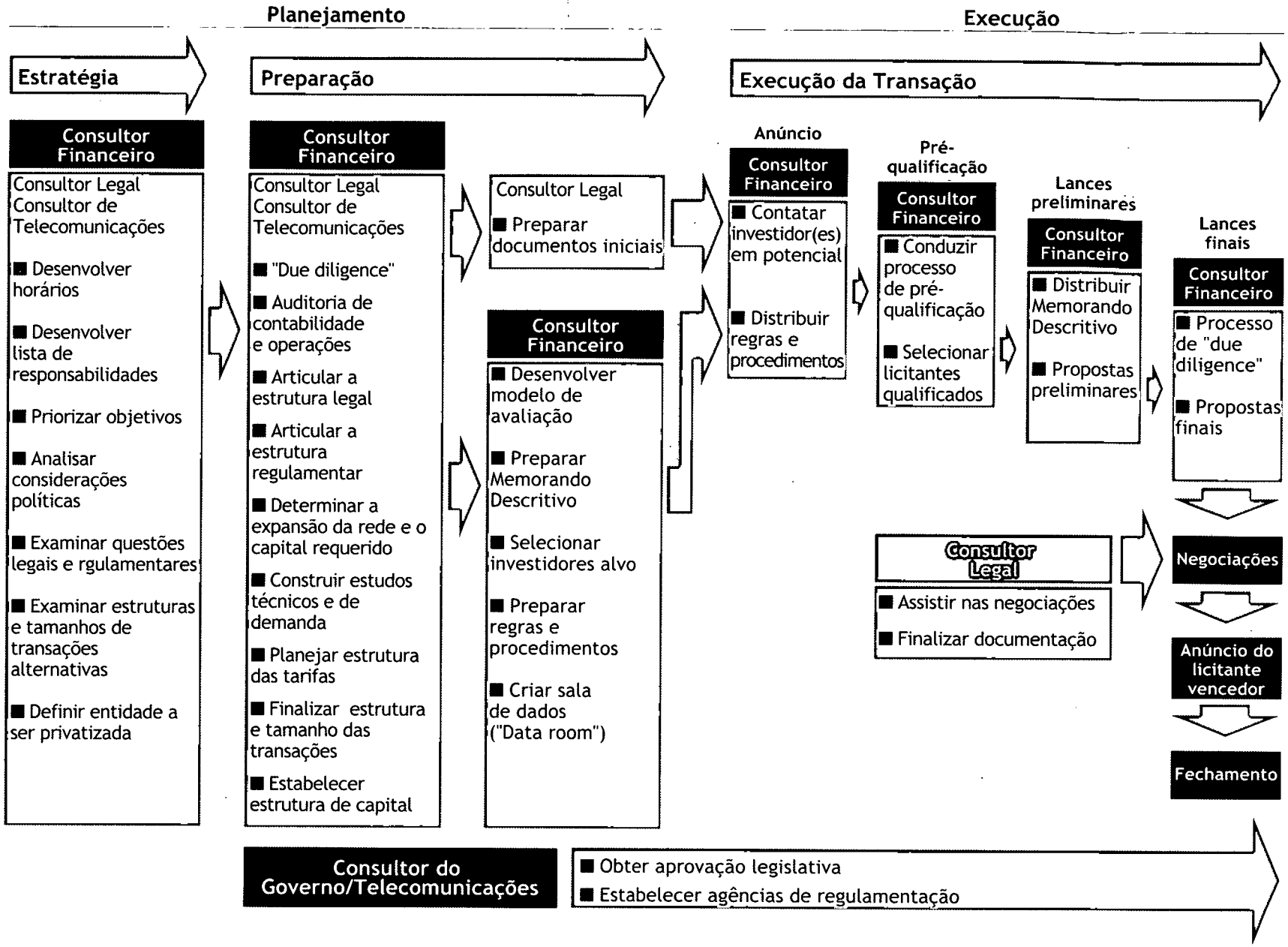
Fase de Estratégia - Envolve argumentação e análise com o fim de conciliar as prioridades e objetivos do governo com as exigências dos investidores. O objetivo da Fase de Estratégia é desenvolver a estrutura de transação mais apropriada.

Fase de Preparação - Inclui uma análise profunda da situação contábil, financeira e técnica das empresas reestruturadas, além de um exame das questões de regulamentação e tarifas. O objetivo da Fase de Preparação é fornecer um plano consistente e claramente articulado da privatização e do futuro do setor de telecomunicações.

Fase de Execução - Inclui um exame dos possíveis parceiros e de suas propostas nas negociações e fechamento. O objetivo da Fase de Execução é criar um processo competitivo que resulte nas melhores condições possíveis para o governo e para o desenvolvimento do setor de telecomunicações brasileiro.

Na próxima página apresentamos um diagrama que fornece uma visão geral resumida de um processo simplificado de participação estratégica. O restante desta seção apresenta uma descrição detalhada das etapas individuais necessárias ao processo de PE. Observe que a descrição das etapas de PE incluem diversas opções e etapas intermediárias que não foram incluídas no diagrama.

Descrição do processo de parceria na participação estratégica



Fase de planejamento: formulação da estratégia

Tarefa	Formar Equipe Governo/TELEBRÁS*
Providências a serem tomadas	Identificar grupos chave do Governo a serem incluídos Identificar funcionários específicos do Governo entre os incluídos Identificar membros chave da equipe da TELEBRÁS Determinar as responsabilidades da equipe principal/estrutura organizacional e o processo de tomada de decisões Indicar o chefe da equipe Governo/TELEBRÁS
Aspectos críticos	Estrutura de equipe e alocação de responsabilidades mais favorável Estabelecer o tamanho da equipe para otimizar a velocidade/ eficiência do processo e da tomada de decisões Seleção de membros do Governo/TELEBRÁS com: - autoridade para tomada de decisões; - respeito da maioria dos altos funcionários do Governo/TELEBRÁS; - experiência em transações, se possível; - disposição para comprometer uma quantidade significativa de tempo/esforço com o processo.
Principal(is) consultor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	1-2 semanas

**Em toda esta análise, referências à TELEBRÁS incluem referências às empresas constitutivas nas quais a TELEBRÁS pode ser reestruturada.*

Tarefa	Selecionar Consultores
Providências a serem tomadas	Selecionar Assessor Financeiro Selecionar Conselho Brasileiro Selecionar Conselho Internacional Selecionar Consultor de Telecomunicações Selecionar Contadores
Aspectos críticos	Método e critérios de seleção: - experiência prévia em PEs bem-sucedidas; - reputação e credibilidade da empresa; - presença e experiência no Brasil; - conhecimento profundo no setor de telecomunicações; - qualificação e experiência dos membros individuais da equipe; - conhecimento detalhado do universo de possíveis investidores no setor de telecomunicações; - compromisso com o processo e com seu sucesso; - taxas e compensação.
Principal(is) consultor (es)	Assessor financeiro para a seleção de outros consultores
Estimativa do tempo necessário	1-2 semanas

Tarefa	Revisar e priorizar as metas e os objetivos da transação
Providências a serem tomadas	Formular pontos-de-vista e priorizar os objetivos específicos do processo de PE: - do setor de telecomunicações (objetivos de crescimento); - do Ministério das Comunicações; - outros (sociais e políticos); - fiscais; - gerais da PE. Avaliar os prós e contras do mercado para diferentes estratégias Levar em consideração os interesses de vários grupos ao estabelecer objetivos e metas Elaborar um plano claro que reuna as metas e objetivos da transação
Aspectos críticos	Alinhamento dos objetivos da PE com as prioridades do Ministério em geral Interação das partes afastadas que descordam da prioridade estabelecida entre os objetivos Negociação de determinadas metas do universo do investidor Inter-relacionamento da concorrência com os objetivos conflitantes da PE Metas relevantes da PE: - adequação e transparência; - velocidade; - controle, simplicidade e flexibilidade do processo; - maximização de retornos para o Governo; - atração de parceiros altamente qualificados; - desenvolvimento do setor de telecomunicações (novos órgãos regulatórios, rede básica de expansão, melhoria da eficiência, qualidade de serviços, padrões técnicos).
Principal(is) consultor (es)	Assessor Financeiro Assessor Jurídico Internacional Assessor Jurídico Local
Estimativa do tempo necessário	4-6 semanas

Fase de planejamento: formulação da estratégia

Tarefa	Desenvolver um cronograma detalhado e a lista de responsabilidades
Providências a serem tomadas	Identificar todas as tarefas necessárias
	Estimar as necessidades de tempo para cada tarefa
	Identificar as etapas chave, datas e resultados
	Atribuir tarefas/resultados a pessoas/equipes apropriadas
	Produzir um plano de trabalho detalhado e distribuir aos membros da equipe da PE
Aspectos críticos	Balancear os objetivos que visam a eficiência do processo com os que buscam a fluidez da execução e o sucesso do processo através do bom planejamento
	Incorporar a flexibilidade no processo de PE
Principal(is) consultor (es)	Assessor Financeiro Assessor Jurídico Internacional Assessor Jurídico Local
Estimativa do tempo necessário	2-3 semanas

Tarefa	Analisar objetivos de participação e estrutura de capital
Providências a serem tomadas	Consultar os vários grupos para estabelecer objetivos específicos (veja abaixo) antes de definir a estrutura inicial de participação e capital das entidades reestruturadas e suas necessidades futuras de custeio. Determinar objetivos no que se refere a: - número e tipo de ações a serem vendidas; - ações a serem mantidas em poder do governo; - classe de ações; - direito a voto; - direitos especiais a voto (ou outros) do Governo; - participação dos empregados no capital social; - "golden shares"; - implicações quanto à futura subscrição pública de ações.
Aspectos críticos	Os objetivos específicos a serem considerados devem incluir: - mercados futuros a serem servidos e produtos a serem vendidos; - estrutura atual de tarifas e modificações possíveis; - programação de ampliação de infra-estrutura; - níveis futuros de empregados e planos de remuneração. Outros assuntos a serem considerados: - programação de depreciação para fins de registros contábeis e impostos; - necessidade de inventário e necessidades de capital de giro; - política de dividendos; - débitos existentes a serem assumidos; - custo previsto de gastos futuros de capital; - atrativos ou viabilidade da troca de dívidas por ações; - taxas de impostos. Nível de participação dos empregados no patrimônio após a privatização, no que se refere ao aumento da produtividade do trabalhador.
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Assessor Jurídico Internacional Assessor Jurídico Local
Estimativa do tempo necessário	3-6 semanas

Tarefa	Rever os objetivos legais e regulamentares
Providências a serem tomadas	Consultar os vários grupos: - altos funcionários do governo; - diretoria da TELEBRÁS; - líderes sindicais; - empregados. Examinar estatutos legais e regulamentos relevantes Examinar e analisar a estrutura legal/regulatória de outros países Formular a estrutura que seja eficaz para alcançar os objetivos
Aspectos críticos	Alinhamento dos objetivos legais/regulatórios com os objetivos da operação do ponto de vista Ministério das Comunicações Deve considerar o seguinte: - entrada da legislação em vigor; - autoridade regulatória; - políticas regulatórias; - princípios regulatórios; - política tarifária; - termos e condições para concessões; - considerações referentes à segurança nacional; - necessidades de melhoria e expansão da rede; - condições de interconexão.
Principal(is) assessor (es)	Assessor Jurídico Internacional; Assessor Jurídico Local Assessor Financeiro Consultor especializado em Telecomunicações
Estimativa do tempo necessário	4-6 semanas

Tarefa	Os assessores conduzem uma investigação detalhada da TELEBRÁS
Providências a serem tomadas	Para conseguir compreender melhor a TELEBRÁS, suas operações, administração, desempenho ao longo da história e perspectivas futuras: - entrevistar o corpo gerencial a respeito da estratégia atual e futura; - examinar documentos e instalações da TELEBRÁS; - examinar os estatutos legais e regulamentares e órgãos regulatórios; - examinar registros e planos financeiros e operacionais. Conciliar estatísticas operacionais históricas com dados financeiros
Aspectos críticos	Proporcionar a base para o Memorando Descritivo/outros materiais de marketing Influenciar o ambiente competitivo que poderá se desenvolver para o processo de vendas Proporcionar tranqüilidade ao governo com relação ao alcance e especificidade de quaisquer representações e garantias a serem feitas em relação à TELEBRÁS. Ter acesso a todas as informações relevantes. Assegurar que a futura equipe de marketing/negociação compreenda, de fato, a TELEBRÁS
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Assessor Jurídico Internacional Assessor Jurídico Local Contador
Estimativa do tempo necessário	2-4 semanas

Tarefa	Fazer um exame da contabilidade da TELEBRÁS
Providências a serem tomadas	Determinar os padrões apropriados de contabilidade e de auditoria (principios geralmente aceitos - GAAP - nos Estados Unidos e no Reino Unido etc.)
	Entrar em contato com membros do corpo gerencial/ empregados na TELEBRÁS para pedir informações adequadas.
	Colher informações/registros necessários
	Adequar os documentos financeiros da TELEBRÁS às normas padrão que devem incluir pelo menos as normas locais e U.S. GAAP ou I.A.S.
	Fazer auditoria
	Receber aprovação dos auditores nos demonstrativos financeiros
	Desenvolver um registro detalhado dos equipamentos/recursos
Aspectos críticos	Desenvolver projeções para aquilatar o valor da empresa.
	Tranqüilizar a comunidade dos investidores no que diz respeito aos demonstrativos financeiros/valor da TELEBRÁS
	Assegurar que a equipe designada concentre-se no exame dos dados contábeis e cumpra o cronograma estabelecido para o processo
Principal(is) assessor (es)	Contador
Estimativa do tempo necessário	10-14 semanas

Fase de planejamento: preparar a TELEBRÁS para o processo de PE

Tarefa	Conduzir estudos de demanda / estudos técnicos
Providências a serem tomadas	Visitar instalações / centrais telefônicas Fazer um estudo das regiões cobertas Determinar nível de demanda não atendida em regiões específicas. Determinar quais tecnologias/serviços serão necessários para atender a essa demanda Determinar a situação atual da rede com relação a: - nível de recuperação necessária; - uso de circuito local sem fio na construção da infra-estrutura, se houver; - disponibilidade do espectro. Colher dados que serão levados em consideração para inclusão na avaliação/modelo financeiro/"Data room" /Memorando Descritivo
Aspectos críticos	Combinar os objetivos da PE com as prioridades do Ministério das Comunicações Qualidade dos dados Os dados devem incluir, especificamente: - taxas de penetração (linhas para a população), por região e grupo de usuários; - determinação de demanda não atendida; - volume de chamadas por classe de serviço; - tempo médio de duração de chamadas por classe de serviço; - número de impulsos usados / duração de impulsos por classe de serviço; - distribuição de frequência de impulsos através das bandas de distâncias; - volumes internacionais por países correspondentes; - preços dos serviços; - disponibilidade de discagem direta na rede; - índice de execução das ligações na rede; - índices de falhas; - horários/registros de serviço.
Principal(is) assessor (es)	Consultor Especializado em Telecounicações Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	8-12 semanas

Tarefa	Determinar os requisitos de expansão da rede
Providências a serem tomadas	Verificar estudo técnico/estudo de demanda Consultar os indivíduos apropriados: - diretoria da TELEBRÁS; - engenheiros da TELEBRÁS; - representantes do Ministério das Comunicações. Determinar o capital necessário para a expansão da rede Estabelecer objetivos específicos de expansão/qualidade/modernização de modo a satisfazer os objetivos gerais do Ministério das Comunicações em relação a: - cobertura de serviço (porcentagem da população ou território, penetração nas áreas rurais); - centrais telefônicas e porcentagem por tipo; - linhas telefônicas; - taxa de expansão/modernização; - critérios de qualidade de serviço; - padrões técnicos (por exemplo, tempo máximo de espera para a instalação de serviço telefônico).
Aspectos críticos	Combinando os requisitos de expansão da rede com o estudo de demanda Determinar os impacto das necessidades futuras de capital para a modernização/expansão e melhorias técnicas/de qualidade afetará a avaliação. Combinar os objetivos da PE com as prioridades gerais do Ministério das Comunicações Madir a atratividade mercadológica de determinados objetivos para o universo dos investidores Deteminar se os requisitos são viáveis e razoáveis
Principal(is) assessor (es)	Consultor Especializado em Telecomunicações Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	4-6 semanas

Tarefa	Determinar estrutura tarifária e mecanismos de recuperação de equilíbrio
Providências a serem tomadas	Consultar representantes do Ministério das Comunicações/ Governo (assim como as partes contrárias ao negócio) Estudar e analisar as estruturas e mecanismos de ajuste de outros países para privatização Estabelecer objetivos de estrutura e impacto sobre as tarifas de serviço local/interurbano Estudar o custo histórico da TELEBRÁS Determinar método de estabelecer tarifas: - taxa de retorno; - preço máximo; - análise histórica; - determinação ministerial. Determinar nível de regulamentação e capacidade de solicitar aumentos de tarifas
Aspectos críticos	Estudar as necessidade de faturamento/lucratividade da TELEBRÁS versus objetivos sociais e econômicos do Ministério das Comunicações: - uma estrutura tarifária excessivamente agressiva pode reduzir as receitas das vendas ou o interesse geral no processo; - esquemas de tarifas variáveis produzirão cenários de demanda diferentes, o que, por sua vez, afetará os planos de expansão. Estudar as implicações de vários níveis de preços de serviços e estruturas sobre a avaliação, assim como o capital necessário para a expansão da rede Determinar o nível de interferência que as partes contrárias ao negócio podem impor no processo e a possibilidade de sancionar legislação "isenta de emendas em sua substância" dentro do prazo
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Consultor Especializado em Telecomunicações Assessor Jurídico Internacional Assessor Jurídico Local
Estimativa do tempo necessário	10-14 semanas

Tarefa	Determinar propostas de legislação
Providências a serem tomadas	Formular/finalizar propostas legislativas especificamente referentes a: - autorização de processos de PE e venda de bens da união; - delegação da autoridade para negociar condições; - estabelecimento de entidade regulamentória e seus poderes; - estabelecimento das políticas regulatórias fundamentais; - implementação de legislação pertinente. Documentar propostas e objetivos Estudar minutas com os assessores jurídicos
Aspectos críticos	Formação de um consenso a respeito da priorização de objetivos Garantir que os objetivos do Ministério das Comunicações sejam alcançados e os requisitos de segurança nacional sejam satisfeitos, mantendo, ao mesmo tempo, parâmetros razoáveis de avaliação
Principal(is) assessor (es)	Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional Consultor Especializado em Telecomunicações Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	4-6 semanas

Tarefa	Determinar a estrutura da transação
Providências a serem tomadas	Estudar a priorização dos objetivos da PE Estudar as vantagens e limitações da estrutura de capital Selecionar as estruturas que possibilitem alcançar os objetivos estabelecidos da forma mais eficaz Determinar a estrutura específica da operação: - forma de venda (emissão ações primárias vs. colocação de ações existentes, venda de ativos, ou ainda concessões da TELEBRÁS); - percentagem das ações a serem vendidas. Determinar outros termos e condições para a venda: - grau de representações e garantias a serem feitas pelo governo; - obrigações previdenciárias; - responsabilidade civil; - obrigações trabalhistas. Decidir a respeito do formato da execução: - não negociado; - negociado antes da apresentação das propostas; - negociado após a apresentação das propostas.
Aspectos críticos	Combinar os objetivos da PE com as prioridades gerais do Ministério das Comunicações Assegurar a atratividade mercadológica da estrutura para o universo de investidores Balancear a necessidade de obter valores rapidamente vs. possibilidade de obter valores mais elevados a longo prazo Maximizar o valor e ao mesmo tempo atrair investidores usando atrativos como: - garantias governamentais para financiamentos; - incentivos fiscais; - contrato de administração, se houver.
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Consultor Jurídico Internacional Consultor Jurídico Local
Estimativa do tempo necessário	2-4 semanas

Fase de planejamento: preparar a estrutura legal/regulamentar

Tarefa	Ratificação da estrutura legislativa
Providências a serem tomadas	Finalizar a minuta da estrutura legislativa Propor a legislação no Senado Propor emendas (se necessário)
Aspectos críticos	Relacionamento entre as partes que discordem da priorização de objetivos e a necessidade de aprovar a legislação necessária dentro de um prazo compatível com os objetivos do processo
Principal(is) assessor (es)	Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional
Estimativa do tempo necessário	3-6 meses

Tarefa	Ratificação da estrutura regulatória
Providências a serem tomadas	Finalizar a minuta da estrutura legal Propor legislação no Congresso Propor emendas (se necessário) Ratificar legislação, tarifas-modelo e a documentação pertinente Estabelecer uma entidade regulatória
Aspectos críticos	Conciliar os interesses das partes que discordam dos objetivos da PE de forma a lograr a aprovação da legislação relevante dentro de um prazo compatível com os objetivos do processo
Principal(is) assessor (es)	Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional Consultor Especializado em Telecomunicações
Estimativa do tempo necessário	3-6 meses

Tarefa	Preparar contrato de concessão
Providências a serem tomadas	Estudar estrutura e objetivos da operação Estudar e analisar concessões implementadas anteriormente em outros países e determinar a eficácia Fazer a minuta dos contratos de concessão, levando em consideração os seguintes aspectos: - exclusiva ou competitiva; - alcance (básico, sem fio, "paging", internacional); - necessidade de satisfazer critérios financeiros detalhados após a privatização por um período de tempo fixo; - gastos de capital de caráter obrigatório; - obrigação que a TELEBRÁS tem de pagar impostos; - alcance da estrutura tarifária e impacto sobre os lucros a curto e longo prazo; - duração da concessão (período de exclusividade e validade da licença); - direitos de renovação; - determinação de penalidades pelo não cumprimento das obrigações.
Aspectos críticos	Combinar os objetivos da PE com os objetivos gerais do Ministério das Comunicações Conciliar os objetivos da PE que competem entre si Amenizar a interferência dos indivíduos que discordam da ordem de prioridade dos objetivos do processo Assegurar a atratividade mercadológica de determinados objetivos para o universo de investidores Assegurar a flexibilidade de contratos para atender exigências não previstas
Principal(is) assessor (es)	Assessor Jurídico Local Assessor Financeiro Assessor Jurídico Internacional
Estimativa do tempo necessário	6-8 semanas

Tarefa	Preparar acordo de confidência
Providências a serem tomadas	Determinar o nível de confiabilidade necessário Fazer uma Minuta de Acordo de Confidencialidade que norteie o uso que o(s) investidor(es) fará(ão) das informações sobre a TELEBRÁS recebidas durante o processo de privatização
Aspectos críticos	Assegurar que os compradores em potencial assinem o Acordo de Confidencialidade antes de receber o Memorando Descritivo e os documentos legais Assegurar a abrangência do Acordo de Confidencialidade Determinar os aspectos de negociabilidade e prazo de validade do Acordo de Confidencialidade
Principal(is) assessor (es)	Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	1 semana

Tarefa	Preparar contrato de compra e venda
Providências a serem tomadas	Estudar estrutura da transação, contratos de concessão e todos os documentos relacionados Estudar outros contratos de compra e venda de privatização Testar o universo dos investidores de maneira informal no que diz respeito a aspectos importantes, porém contenciosos Fazer uma minuta adequada de contrato de compra destacando todos os detalhes relevantes Levar em consideração possíveis limitações no âmbito regulatório, dos países de origem dos potenciais parceiros
Aspectos críticos	Determinar previamente a natureza e o tipo do acordo de compra e venda, que pode ser: - não negociado; - negociado antes da apresentação da proposta; - negociado após a apresentação da proposta.
Principal(is) assessor (es)	Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	4-5 semanas

Tarefa	Preparar contrato dos acionistas
Providências a serem tomadas	Estudar objetivos, estrutura da transação, contratos de concessão, e documentos regulatórios
	Estudar contratos dos acionistas usados em outras privatizações e sua eficácia quanto aos objetivos estabelecidos
	Fazer uma minuta do contrato dos acionistas que seja a mais eficaz no sentido de alcançar os objetivos
Aspectos críticos	Assegura a atratividade mercadológica do acordo para o universo de investidores
	Combinar os objetivos da PE com os objetivos gerais do Ministério das Comunicações
	Assegurar o poder do documento no sentido de garantir que os objetivos do Ministério das Comunicações/TELEBRÁS sejam alcançados
	Avaliar as disposições restritivas e brandas do contrato quanto a administração da empresa
	Assegurar a flexibilidade do Contrato
Principal(is) assessor (es)	Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	4-5 semanas

Tarefa	Construir um modelo para projeções financeiras/avaliação
Providências a serem tomadas	Colher dados financeiros relevantes assim como projeções da empresa Estudar os requisitos de expansão/modernização da rede assim como fontes internas de geração de fluxo de caixa Desenvolver um modelo financeiro detalhando os resultados históricos (2-3 anos), assim como uma projeção (10-15 anos) compreendendo: - demonstrativos de resultados; - balanços; - demonstrativos de fluxo de caixa. Utilizar projeções como base para uma avaliação de fluxo de caixa descontado Desenvolver análises de empresas comparáveis de telecomunicações em mercados similares Desenvolver análises de transações comparáveis detalhando os múltiplos LAJIRDA em operações anteriores Estabelecer uma faixa de valores preliminares através de vários métodos de avaliação
Aspectos críticos	A avaliação será um *"benchmark"* para a administração das expectativas de preço do Governo/TELEBRÁS As projeções financeiras suscitam uma série de questões fundamentais referentes à PE: - capacidade que a TELEBRÁS tem de custear as suas necessidades atuais/futuras de capital por meio do fluxo de caixa interno versus fontes externas; - necessidade de futuras injeções de capital por parte do investidor estrangeiro, acionistas públicos futuros ou o Governo Brasileiro; - implicações que as necessidades de custeio da TELEBRÁS têm sobre a capacidade do Governo Brasileiro manter uma participação na Empresa.
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Contador Consultor Especializado em Telecomunicações
Estimativa do tempo necessário	8-10 semanas

Tarefa	Preparar o memorando descritivo
Providências a serem tomadas	Estudar a estrutura da transação, as estruturas legais e regulatórias, os contratos de concessão, os contratos de compra e venda, o contrato dos acionistas e as projeções financeiras Identificar as informações que são necessárias para atrair investidores em potencial Preparar a minuta do memorando descritivo, descrevendo a TELEBRÁS e a oportunidade de investimento, explicando: - os objetivos de privatização do Ministério das Comunicações; - a estrutura regulamentar proposta; - a estrutura da transação; - em detalhes, os negócios da empresa, a administração, e o desempenho financeiro e operacional histórico; - "pontos de venda" para chamar a atenção do(s) investidor(es) para as principais vantagens da empresa; - dados financeiros históricos e projetados.
Aspectos críticos	Nível e conteúdo específico de informações necessárias para atrair investidores O formato do memorando Qualidade/integralidade do memorando Inclusão de projeções
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional
Estimativa do tempo necessário	4 semanas

Tarefa	Identificação de parceiro(s) em potencial
Providências a serem tomadas	Preparar uma lista de investidores potenciais para a PE. A escolha dos investidores deverá se basear em: - experiência internacional; - capacidade administrativa; - experiência prévia de desenvolvimento/expansão; - capacidade financeira; - capacitação tecnológica para o Século 21 (celular, multimídia, cabo etc.); - ampla experiência operacional (comunicações com e sem fio, experiências que agregam valor); - reputação. Determinar a política para a futura inclusão de outras empresas menores do ramo de telecomunicações que queiram formar um consórcio com os investidores em potencial identificados
Aspectos críticos	Determinar a capacidade das operadoras de atingir os objetivos do processo de PE Determinar o nível de conhecimento do universo dos investidores Ampliar a divulgação para atrair os melhores parceiros possíveis e para garantir a realização de um leilão saudável Determinar o interesse real na TELEBRÁS
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	3 semanas

Tarefa	Preparar normas e procedimentos do processo da PE
Providências a serem tomadas	Determinar as normas e procedimentos que melhor direcionem as metas e a metodologia de execução (previamente escolhido) Consultar as normas e procedimentos anteriormente implementados em outros países, bem como sua eficácia Compor minuta destacando normas e procedimentos Tais normas e procedimentos seriam dispostos em um memorando de normas e procedimentos com a seguinte abrangência: - sumário da estrutura da transação proposta; - cronograma detalhado destacando as datas-chave do processo de licitação; - normas fundamentais para a formação dos grupos licitantes, inclusive limitações, se houver; - inclusão obrigatória da participação de empresa brasileira, se houver; - quaisquer outras exigências, limitações ou diretrizes; - relação dos contatos da equipe.
Aspectos críticos	Clareza e profissionalismo da mensagem Normas fundamentais para a formação de grupos licitantes, se houver: - limite do número de empresas do setor; - limite do número de empresas não especializadas do setor, bem como industriais ou financeiras; - percentagem necessária de participantes brasileiros, se houver; - conveniência de contrato de gerenciamento, se houver. Normas/procedimentos para o estabelecimento de: - uma situação competitiva na licitação durante o leilão; - um processo organizado; - transparência; - receita máxima; - desenvolvimento das metas do Ministério.
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional
Estimativa do tempo necessário	2 semanas

Tarefa	Filtrar a relação de parceiros potenciais
Providências a serem tomadas	Finalizar a relação de parceiros potenciais Reunir os dados relevantes e as informações históricas sobre cada parceiro potencial Desenvolver uma "Relação de Contatos" que contenha os dados relevantes de todos os parceiros potenciais
Aspectos críticos	Diversificar o universo dos parceiros potenciais (i.é., geografia e experiência) Maximizar o trabalho de relações públicas sobre a TELEBRÁS e o Brasil
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Consultores Jurídicos
Estimativa do tempo necessário	1-2 semanas

Tarefa	Publicação do "press release"
Providências a serem tomadas	Aproximadamente três a quatro semanas antes do início da Fase de Execução, o Governo deveria publicar um "press release" sobre suas intenção de divulgar os detalhes do processo da PE Imediatamente antes de contatar os parceiros potenciais, o Governo deverá fazer o anúncio formal e o "press release" comunicando a abertura oficial do processo de licitação em todos os jornais de maior circulação no país. Os assessores financeiros e os consultores jurídicos examinarão todos os anúncios e "press releases" publicados
Aspectos críticos	Informar a todos os parceiros potenciais sobre a intenção do Governo e o processo da PE Despertar o interesse internacional através da cobertura adequada da imprensa Gerenciar a mídia utilizando os serviços de uma agência de assessoria de imprensa Conduzir adequadamente a divulgação do processo Gerenciar as expectativas no Brasil
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Consultores Jurídicos Internacionais Consultores Jurídicos Locais
Estimativa do tempo necessário	3 semanas

Fase de execução: marketing

Tarefa	Contato com parceiros estratégicos em potencial
Providências a serem tomadas	Contatar parceiros em potencial previamente selecionados por telefone Enviar fax/courier com seguintes informações preliminares: - descrição geral de regras e procedimentos do processo de licitação; - resumo da estrutura da transação proposta ("teaser" memo); - atualizar os registros de todas as correspondências/ contatos ("Lista de Contatos").
Aspectos críticos	Qualidade dos relacionamentos dos assessores financeiros com os parceiros em potencial Qualidade do pacote das informações preliminares
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	3 semanas

Tarefa	Finalização e distribuição do memorando descritivo junto com o acordo de confidencialidade
Providências a serem tomadas	Finalizar memorando descritivo e pacote de informações da licitação Enviar acordo de confidencialidade para cada investidor em potencial que solicite informações Enviar por correio o memorando descritivo e o pacote de informações da licitação a cada investidor em potencial, após o recebimento do acordo de confidencialidade assinado Manter um registro de toda correspondência/acordos de confidencialidade Distribuir memorando de regras e procedimentos
Aspectos críticos	Negociabilidade do acordo de confidencialidade Conteúdo do memorando descritivo versus proteção das informações confidenciais
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	2 a 3 semanas

Fase de Execução: marketing

Tarefa	Preparação das apresentações à diretoria
Providências a serem tomadas	Desenvolver relatório de investimento para os parceiros em potencial: - clima econômico, político e regulatório atual e propostas futuras para o Brasil; - visão geral do setor de telecomunicações no Brasil (ou seja, demográfico, potencial de crescimento); - operadoras da TELEBRÁS, desempenho financeiro e perspectiva. Selecionar os apresentadores Desenvolver as apresentações em slides Compilar uma lista de possíveis perguntas e desenvolver respostas apropriadas Assessorar a diretoria da TELEBRÁS no ensaio e na crítica das apresentações e das possíveis sessões de perguntas e respostas
Aspectos críticos	Formato da apresentação da diretoria Eficácia da mensagem Habilidade em estimular o interesse do investidor na TELEBRÁS Impacto das restrições de tempo na habilidade de gerenciamento da diretoria da TELEBRÁS
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	3-4 semanas

Fase de Execução: marketing

Tarefa	Criar "Data Room(s)"
Providências a serem tomadas	Determinar interesse esperado do investidor (número de investidores, tamanho das equipes)
	Determinar o número necessário de salas
	Providenciar as salas
	Trabalhar junto à TELEBRÁS para coletar todas os dados/ registros que possam ser solicitados
	Designar a responsabilidade dos encarregados da organização dos dados
	Organizar *"Data Room"* de forma a fornecer respostas eficientes às perguntas, ao mesmo tempo controlando o fluxo de dados
	Criar registros para acompanhar quais pessoas estão solicitando informações
	Determinar política de fornecimento de fotocópias de documentos
	Devenvolver índice do *"Data Room"*
Aspectos críticos	Determinar necessidade de estabelecer mais de um *"Data Room"*, de forma a minimizar contato entre os investidores
	Determinar necessidade de minimizar a pressão imposta à diretoria no que diz respeito ao cronograma do processo de privatização
	Estabelecer sistema que assegure que as equipes de privatização tenham conhecimento de todas as informações transmitidas aos investidores em potencial
	Assegurar a qualidade e exatidão dos dados
	Controlar informações delicadas
	Assegurar transparência da PE no *"Data Room"*
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional
Estimativa do tempo necessário	4 semanas

Fase de execução: pré-qualificação

Tarefa	Receber propostas indicativas
Providências a serem tomadas	Conceder aos potenciais participantes da licitação de quatro a seis semanas para analisar e levantar questões em relação ao pacote de informações preliminares, ao memorando descritivo e ao memorando de regras e procedimentos Estabelecer data da pré-qualificação da licitação Receber informação sobre o interesse de investidores em potencial em não participar da licitação Pré-qualificar concorrentes em potencial com base em critérios previamente selecionados incluindo o preço Informar todos os concorrentes sobre a decisão
Aspectos críticos	Obtenção um número ideal e gerenciável de concorrentes finais qualificados (pelo menos dois - não mais que seis) Eliminar concorrentes não qualificados Coletar informações estratégicas sobre cada concorrente para futuras negociações Devenvolver um diálogo contínuo com concorrentes em potencial Compreender o envolvimento e apoio ao processo da diretoria das empresas participando da licitação Garantir o sigilo das respostas e ítens específicos incluindo: - preço; - número final de participantes na licitação; - identidade dos participantes. Compreender as preocupações de cada participante
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	2 semanas

Fase de execução: pré-qualificação

Tarefa	Cronograma de reuniões com os participantes qualificados
Providências a serem tomadas	Contatar todos os participantes qualificados e programar várias reuniões de *"due diligence"*
	Desenvolver um cronograma de reuniões para a *"due diligence"*, considerando imprevistos
Aspectos críticos	Logística e flexibilidade do processo
	Abertura do processo
	Disponibilidade da diretoria da TELEBRÁS
	Número de reuniões de *"due diligence"*
	Localização das reuniões
	Manutenção da tensão do leilão por meio da separação dos participantes da licitação
	Profissionalismo no gerenciamento do processo refletirá diretamente sobre a TELEBRÁS
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	2 semanas

Tarefa	Distribuir contrato de compra/venda e acordo de concessão
Providências a serem tomadas	Distribuir um pacote final de documentos legais e contratos: - minuta do acordo de compra e venda; - minuta do acordo dos acionistas; - minuta do acordo de concessão.
Aspectos críticos	"Integridade" dos documentos dada a estratégia de execução escolhida Documentos finais para o leilão não negociado Minuta dos documentos para os leilões negociados antes ou após a licitação Distribuição prévia permitirá que a equipe da PE tenha flexibilidade máxima na condução do processo
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Assessor Jurídico Internacional Assessor Jurídico Local
Estimativa do tempo necessário	1 semana

Tarefa	Investidores executam diligência/centro de processamento de dados
Providências a serem tomadas	Realizar o processo de *"due diligence"* nas seguintes áreas: - visão geral da estratégia e negócio da empresa; - organização e gerência; - operações; - financeira; - inspeções físicas de locais e infra-estrutura; - regulamentação. Dar acesso aos representantes-chaves dos concorrentes finais à(s) *"Data Room(s)"*
Aspectos críticos	Garantir a acessibilidade à diretoria da TELEBRÁS e a informações sobre a licitação
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	3-4 semanas

Fase de execução: processo da licitação e negociação

Tarefa	Apresentações à diretoria
Providências a serem tomadas	Coletar informações sobre cada participante Realizar a apresentação de transparências do material impresso para os participantes em potencial
Aspectos críticos	Garantir a qualidade da apresentação e a entrega das propostas Garantir um alto nível de apresentação pela diretoria da TELEBRÁS Garantir que os participantes tenham um alto nível de conhecimento do Brasil (do setor de telecomunicações, dos processos de privatização etc.)
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	2 semanas

Tarefa	Resposta a perguntas feitas por escrito
Providências a serem tomadas	Receber perguntas por escrito de investidores em potencial Submeter as perguntas à TELEBRÁS Gerenciar o processo de elucidação das respostas dadas pela TELEBRÁS e entregá-las aos participantes Manter registro detalhado
Aspectos críticos	Garantir a coerência e exatidão das respostas Preparar as respostas, de forma elaborada mas direto, em tempo hábil Avaliar as preocupações específicas de cada participante por meio das perguntas feitas Coletar informações específicas sobre os participantes finais que poderão ser usadas nas negociações Determinar se as respostas entregues aos participantes deverão ser aquelas especificamente relacionadas às perguntas feitas por cada participante
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	3-4 semanas

Fase de execução: processo da licitação e negociação

Tarefa	Condução das negociações
Providências a serem tomadas	Leilão não negociável: - não aplicável. Leilão de negociação pré-licitação: - definir parâmetros e regras para a negociação; - analisar e catalogar as posições dos vários participantes e formular a provável estratégia de negociação de cada um deles; - formalizar posição da estratégia de negociação no que diz respeito a cada participante e analisar as implicações legais e do negócio considerando diversos cenários. Leilão de negociação pós-licitação: - definir parâmetros e regras para a negociação; - analisar a posição dos participantes finais e formular sua provável estratégia de negociação; - formular estratégia/posição da negociação e analisar implicações legais e do negócio considerando diversos cenários.
Aspectos críticos	Leilão de negociação pré-licitação: - determinar parâmetros ideais de negociação; - elaborar uma logística de negociação que incorpore vários participantes ao mesmo tempo; - gerenciar as expectativas dos vários concorrentes. Leilão de negociação pós-licitação: - determinar os parâmetros ideais para a negociação; - gerenciar as expectativas dos participantes mais importantes.
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Assessor Jurídico Internacional Assessor Jurídico Local
Estimativa do tempo necessário	2-4 semanas

Tarefa	Refazer as minutas de documentos jurídicos e contratos
Providências a serem tomadas	Leilão não negociável: - não aplicável. Leilão de negociação pré-licitação: - durante o processo de negociação com participantes individuais, incorporar quaisquer ajustes no material que será utilizado para elaborar os documentos e acordos legais; - repetir a providência acima quantas vezes for necessário até o término das negociações. Leilão de negociação pós-licitação: - durante a negociação com os participantes mais importantes, incorporar quaisquer ajustes nos documentos e acordos legais.
Aspectos críticos	Leilão de negociação pré-licitação: - minimizar o número de minutas para manter o processo diligente. Leilão de negociação pós-licitação
Principal(is) assessor (es)	Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	2-4 semanas

Fase de execução: processo da licitação e negociação

Tarefa	Estabelecimento da data final da licitação
Providências a serem tomadas	Determinar o cronograma para preparar a licitação Anunciar a data final da licitação aos participantes
Aspectos críticos	Manter a tensão e competitividade do leilão Determinar o cronograma para a execução da análise
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	1 semana

Tarefa	Recebimento das propostas finais
Providências a serem tomadas	Participantes finais submetem as propostas finais Determinar linhas claras e metodologia para a avaliação das propostas
Aspectos críticos	Informar os participantes sobre a forma e condução do processo da licitação assim como as expectativas do processo pós-licitação, de maneira a maximizar a transparência do processo
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	1 semana

Tarefa	Avaliar as propostas concorrentes
Providências a serem tomadas	Leilão não negociável: - avaliar as propostas apenas com base no preço. Leilão de negociação pré-licitação: - avaliar as propostas em termos de preço e alterações em contratos negociados antes da licitação. Leilão de negociação pós-licitação: - avaliar propostas com base no preço; - receber os ágios negociados na licitação; - iniciar as negociações dos acordos com o(s) participante(s) mais importante(s); - direcionar a negociação com o participante quanto ao "pacote" mais atraente de acordos. Determinar a melhor estratégia com relação às abordagens pós-licitação com os participantes para esclarecimentos e negociações de preço pós-licitação se for o caso
Aspectos críticos	Leilão não negociável: - vantagem do prazo versus flexibilidade; - habilidade para exercer pressão no preço pós-licitação com os participantes. Leilão de negociação pré-licitação: - controle versus abertura absoluta; - habilidade em exercer pressão no preço pós-licitação com os participantes; - quantificação do pacote da licitação e de componentes não monetários de termos. Leilão de negociação pós-licitação: - grande quantidade de trabalho para concluir a pós-licitação; - inabilidade de manter clima de competição após o fim do processo da licitação.
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional
Estimativa do tempo necessário	1-3 semanas

Fase de execução: processo da licitação e negociação

Tarefa	Preparação para fechamento
Providências a serem tomadas	Verificar e documentar todas as alterações dos documentos legais Finalizar a minuta dos documentos e acordos Definir e comunicar o processo de fechamento (ou seja, logística) a todas as partes envolvidas Assinar acordos Preparar mecanismo de transferência para apreciação
Aspectos críticos	Focar em todos os detalhes relevantes
Principal(is) assessor (es)	Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	1 semana

Fase de execução: fechamento

Tarefa	Declaração do vencedor
Providências a serem tomadas	Anunciar a decisão no Congresso Anunciar publicamente a decisão do Governo Notificar todos os participantes Comunicar à imprensa o sucesso da operação
Aspectos críticos	Preparar uma justificativa clara e racional da decisão do Governo Gerenciar a disseminação apropriada do processo de PE Garantir a disponibilidade dos executivos chaves do Governo e da TELEBRÁS à Imprensa
Principal(is) assessor (es)	Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	1 semana

Tarefa	Fechamento da transação
Providências a serem tomadas	Permitir que o eventual parceiro cumpra com os procedimentos internos de sua empresa Receber todas as aprovações relevantes dos governos brasileiro e estrangeiros Finalizar os acordos Receber considerações e transferir as ações
Aspectos críticos	Focar em todos os detalhes relevantes Gerenciar o tempo Limitar a flexibilidade do investidor quanto ao não cumprimento do acordo
Principal(is) assessor (es)	Assessor Jurídico Local Assessor Jurídico Internacional Assessor Financeiro
Estimativa do tempo necessário	4 meses

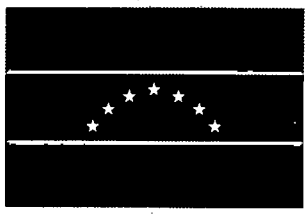
Estudo de Caso: Venezuela

Compañía Anónima Nacional de Teléfonos de Venezuela

Uma das maiores operações de Privatização da América Latina

"O caso mais bem sucedido de privatização de uma empresa telefônica"
World Bank - 1994 World Development Report

O Governo da Venezuela privatizou a empresa de telecomunicações da Venezuela, a Compañia Anónima Nacional de Teléfonos ("CANTV"), por meio de uma venda estratégica para um consórcio de empresas nacionais e internacionais. A transação foi uma das maiores privatizações em telecomunicações realizada na América Latina, levantando US$ 1,9 bilhões para o Governo. Além disso, promoveu investimento estrangeiro na Venezuela e reduziu a carga financeira do governo para a expansão da CANTV.



COMPAÑÍA ANÓNIMA NACIONAL
Teléfonos de Venezuela ("CANTV")
vendida participação de 40% das ações à
GTE
AT&T
Telefonica de España

Objetivos

■ Acelerar o crescimento do sistema nacional de telecomunicações sem captação contínua de recursos por parte do governo.

■ Assegurar o apoio político da venda por meio da condução de um processo completamente transparente de privatização.

■ Maximizar o valor para o Governo no longo prazo.

Relevância no caso da TELEBRÁS

■ *Escopo do projeto:* a reestruturação/privatização da CANTV incluiu: (i) desenvolvimento de um novo marco regulatório e de uma nova entidade institucional, (ii) desenvolvimento e implantação de uma estratégia relacionada aos trabalhadores, (iii) esclarecimento do processo e suporte entre os constituintes-chaves, (iv) avaliação, (v) gerenciamento do leilão e (vi) preparação de uma oferta internacional subseqüente.

■ *Programas paralelos de trabalho e cronograma:* o processo estratégico de venda foi concluído em 10 meses - fazendo com que este se tornasse um dos processos mais rápidos de venda. Isto foi conseguido por meio de programas paralelos de trabalho dedicados à reforma regulatória, mão-de-obra, análise do setor e montagem de consenso e apresentação estratégica de venda.

■ *Importância da criatividade para superar contratempos políticos:* a nova *Lei de Telecomunicações* para estabelecer uma entidade autônoma reguladora e um ambiente de trabalho competitivo não havia sido aprovado pelo Congresso o que poderia ter prejudicado o processo. Esse obstáculo foi superado por meio da incorporação de funções críticas da lei em um acordo de concessão entre o Governo e a operadora privada e com o apoio de um decreto presidencial como solução provisória.

■ *Estratégia de trabalho:* os assessores examinaram estruturas alternativas para o Governo. Essas alternativas foram utilizadas para assegurar a participação de empregados no capital acionário das empresas privatizadas. Eles também criaram e implantaram um plano opcional de concessão de ações aos empregados de 11%. Além disso, foi elaborado e aprovado um programa de dois anos para o treinamento da mão-de-obra da CANTV, em vez de se promover a demissão em massa - possibilidade que traria baixa produtividade e aumentaria o desemprego no país. Essa abordagem foi possível porque o programa de expansão permitiu um aumento da força de trabalho, incrementando ao mesmo tempo a produtividade.

Histórico

■ A CANTV era o quarto maior sistema de telecomunicações da América Latina (depois do Brasil, México e Argentina), com aproximadamente 1,6 milhões de linhas em serviço no final de 1990 - uma densidade de aproximadamente 7,3 linhas por 100 habitantes.

■ Entretanto, o sistema sofreu pela falta de investimento e baixa qualidade de serviço. As taxas de chamadas completadas eram menores que 30% nas ligações interurbanas/internacionais e de 50% para as chamadas domésticas. O período médio de espera para novas linhas telefônicas foi estimado em 8 anos, com uma demanda não atendida estimada em 3 milhões.

■ As tarifas locais estavam muito baixas resultando em uma receita média por assinante (para todos os serviços) de apenas US$ 250 em 1990.

Desenvolvimento de uma estratégia de privatização

■ Ao mesmo tempo, houve o reconhecimento da necessidade de investimento substancial e alterações na gerência do sistema de telecomunicações, mas o Governo, inicialmente, relutou em conceder a transferência do controle para

uma operadora estrangeira, preocupado com o sentimento e segurança nacionais, e com a forte oposição no Congresso e nos sindicatos.

■ Os assessores avaliaram diversas alternativas incluindo: (i) contratos de gerenciamento e (ii) acordos de concessão, notavelmente uma estrutura envolvendo a concessão de operação da CANTV durante um determinado período, com opção de aquisição de 30% de participação na empresa após dois anos.

■ A preferência por uma estrutura de parceria estratégica foi baseada nas seguintes considerações: (i) que operadoras de alta qualidade requerem certa correspondência entre controle exercido no dia-a-dia e as obrigações de investimento, (ii) simplicidade e prazo do processo e (ii) desenvolvimento de mecanismos para preservar a supervisão do Governo e maximizar a participação nacional no gerenciamento contínuo da empresa.

■ A estratégia recomendada consistia do seguinte: venda de 40% de participação para um consórcio de empresas incluindo empresários venezuelanos que assumiriam a responsabilidade gerencial e financeira da expansão da rede, um plano de subscrição de ações para os empregados de 11% e a manutenção da participação de 49% do controle para o Governo permitindo-lhe uma participação no aumento do valor da empresa privatizada.

Processo de leilão

■ *Pré-qualificação:* a fim de tornar o processo de seleção imparcial, os operadores foram pré-qualificados por meio da aplicação de rigorosos padrões, financeiros e técnicos. Oito empresas pré-qualificadas foram anunciadas em abril, incluindo a Ameritech, a Bell Atlantic, a Bell Canada, a GTE, a France Telecom, a US West, a NTT e a Southwestern Bell.

■ *Reforma regulatória:* uma minuta da *Nova Lei de Telecomunicações* foi preparada e submetida ao Congresso, em agosto de 1991. Entretanto, a aprovação da lei foi adiada devido a objeções quanto a sua falta de escopo na área de mídia. A lei permitia concorrência em serviços de celular, satélite e outros, enquanto preservava o monopólio sobre serviços fixos por um determinado período. Também exigia o estabelecimento de uma autoridade autônoma reguladora e a imposição de um determinado esquema tarifário com um limite superior. A maior parte das especificações foram incorporadas ao acordo de concessão e a entidade semi-autônoma reguladora foi formada por decreto presidencial.

■ *Avaliação:* os assessores montaram um modelo abrangente da CANTV para determinar a viabilidade de finalizar programas alternativos de montagem sob vários cenários de tarifas. Foi com base nessa análise que se projetou quais seriam as exigências de extensão da rede e se estabeleceu o nível inicial de tarifas. O modelo financeiro permitiu que o governo avaliasse a sensibilidade

do valor e capacitação financeira da CANTV a programas alternativos de rebalanceamento das tarifas locais, de longa distância, bem como a introdução da competição para serviços de longa distância.

■ *Acordo de concessão:* com o adiamento da Lei de Telecomunicações em agosto, o acordo de concessão entre o governo e a nova operadora foi desenvolvido para incorporar características importantes do marco regulatório:
- duração da concessão por 30 anos;
- nove anos de monopólio do serviço básico, incluindo longa distância e internacional; o período de exclusividade foi considerado essencial para garantir o incentivo financeiro e fluxo de caixa para financiar o ambicioso programa de expansão da rede básica;
- programa agressivo de investimento: aproximadamente 3.000.000 novas linhas até o ano 2000 além de 640.000 linhas de reposição em nove anos (ou 400.000 linhas por ano). A concessão também dispunha de certos objetivos de qualidade de serviço durante o período de exclusividade;
- sistema de tarifação.

■ Era crítico assegurar que o acordo de concessão fornecesse respostas às inquietudes dos investidores quanto ao impacto da concorrência sobre a capacidade da CANTV em financiar o investimento necessário para a expansão e melhoria da rede.

■ *Comunicação com investidores:* os assessores prepararam um memorando informativo detalhado sobre a CANTV, contendo todos os dados disponíveis e relevantes à decisão do investidor em potencial. Incluiu-se uma descrição dos ativos, das operações de gerenciamento e desempenho financeiro histórico da CANTV, bem como a estrutura regulatória, sob a qual a empresa privatizada operaria, incluindo uma descrição do acordo de concessão e mecanismos da entidade reguladora. O memorando informativo também estabelecia claramente as providências envolvidas no processo de venda e no conteúdo dos acordos chaves da transação. Os assessores também serviram como canal de comunicação entre o governo e os potenciais participantes da concorrência, de um lado para explicar os objetivos do governo na privatização e de seu gerenciamento no processo de privatização e de outro, para resolver as preocupações do governo quanto à estrutura regulatória, o nível de tarifas e o preço mínimo exigido dos participantes potenciais.

■ *Padronização da documentação:* todos os documentos legais foram discutidos e padronizados antes do leilão; o único critério de seleção portanto foi o preço.

■ *Processo da concorrência:* dois consórcios foram pré-qualificados:
- Bell Atlantic, Bell Canada, Italcable, NT&T e três parceiros venezuelanos - Banco Provincial, Finalven e Organizacion Diego Cisneros;
- GTE, Telefónica de España, AT&T e dois parceiros venezuelanos - Electricidad de Caracas e Consorcio Inverisionista Mercantil Cima.

■ O processo da licitação foi um processo competitivo de leilão, com negociações realizadas antes da licitação, para padronizar a documentação e estabelecer o preço como ítem final a ser avaliado. Os assessores gerenciaram um processo abrangente e diligente, incluindo apresentações à diretoria e reuniões com representantes "senior" dos participantes líderes. Além disso, os assessores indicaram um preço mínimo e conduziram as negociações do governo. As duas propostas apresentadas foram:
- Consórcio GTE/EDC - US$1,85 bilhões à vista assumindo US$ 125 milhões do débito da CANTV ;
- Consórcio Bell Atlantic/Cisneros - US$ 1,4 bilhões.

■ *Avaliação:* o processo de leilão ofereceu ao Governo valores significativamente maiores aos esperados. O consórcio vencedor da GTE avaliou a empresa em US$ 4,6 bilhões - um preço notável em relação aos conseguidos em outras privatizações no setor de telecomunicações da América Latina.

■ *Qualidade da operadora:* o consórcio vencedor é de alto nível e vem cumprindo suas obrigações de forma exemplar. A nova CANTV já investiu na expansão e melhoria do sistema além dos requisitos impostos pelo processo de venda. A execução da expansão da rede foi transferida a um consórcio privado bem capitalizado e de alto nível técnico.

■ *Qualidade do processo:* o processo transparente e competitivo do leilão minimizou a oposição política e assegurou o apoio político à privatização. A melhoria nos serviços de telecomunicações nos últimos quatro anos reafirmou esse apoio.

Lições aprendidas após o processo

■ *Lições críticas:* (i) reforma do marco regulatório dentro dos parâmetros jurídicos doméstico; (ii) definição de uma entidade regulatória assim como os meios para implantá-la, (iii) seleção de um consórcio coeso e de alta qualidade, e (iv) estabelecimento de um prazo que dê incentivos a participação de investidores estratégicos.

■ O Governo reteve a opção de vender o restante de sua participação na CANTV ao mercado tão logo seu valor refletisse o gerenciamento aperfeiçoado e o aumento do investimento na sua rede de telecomunicações. Em novembro de 1996, o Governo vendeu 308 milhões de ações (ou 31% da empresa) ao público através de uma oferta pública internacional, levantando US$1,01 bilhão. As ações estão na Bolsa de Caracas e de Nova York.

Anexo E
Oferta pública global de ações

Anexo E
Oferta pública global de ações

A. Introdução

A oferta pública de ações representa um dos métodos de vendas preferidos para as privatizações da área de telecomunicações. Esta primeira seção aborda resumidamente os benefícios de uma oferta pública, lista os casos precedentes de oferta pública nas privatizações da área de telecomunicações e descreve os fatores que conduzem a estratégias de ofertas públicas bem sucedidas.

A segunda seção revisa, detalhadamente, o processo completo de oferta pública doméstica/internacional de grande porte, enfatizando o grau de planejamento exigido. Para tratar de modo conciso, tanto da grande gama de questões envolvidas quanto dos passos necessários para execução da oferta, esta seção é apresentada na forma de uma série de estratégias, necessárias para a implementação bem sucedida da oferta pública global de ações. As estratégias aqui apresentadas baseiam-se em processos de oferta pública global anteriores e são genéricas por natureza. Estando o processo de privatização em estágio bastante preliminar, é provável que algumas dessas estratégias tenham que ser revistas. Será preciso levar em conta os programas de reestruturação e liberalização a serem adotados e assim como questões específicas relacionadas ao mercado de capitais brasileiro, ainda não investigado, e as condições de mercado vigentes no período do cronograma de oferta proposto.

Na seção final, é apresentado o estudo de casos de duas privatizações bem sucedidas, empreendidas através de ofertas públicas globais — o da PT Indosat e da PT Telkom, ambas operadoras nacionais de telecomunicações na Indonésia. O estudo desses casos foi selecionado para demonstrar o processo de venda e o trabalho necessário para a execução da oferta pública de uma concessionária de serviços de telefonia de longa distância internacional; e de uma operadora nacional de telecomunicações que provê serviços de telefonia local, de longa distância nacional e de telefonia móvel.

B. Visão geral do processo de oferta pública

Benefícios de uma oferta pública

Uma oferta pública de ações doméstica/internacional das participações do Governo nas empresas reestruturadas proporcionaria diversos benefícios para

o Governo Brasileiro. A oferta resultaria em uma entrada substancial de capital estrangeiro no Brasil e dotaria o Governo receitas importantes por suas ações nas empresas reestruturadas da TELEBRÁS. Uma oferta conjunta doméstica/ internacional também ofereceria às empresas reestruturadas o maior acesso possível, de longo prazo, aos mercados de capitais internacionais. Além disso, a divisão dos ativos da TELEBRÁS nas empresas reestruturadas permitiria ao governo privatizá-las, sem que fossem levantadas preocupações nacionais a respeito do controle estrangeiro concentrado de ativos estratégicos.

O mercado interno de capitais do Brasil e sua relação com os mercados financeiros internacionais também seriam significativamente fortalecidos por uma oferta bem sucedida. Ofertas de dimensões oferecidas pelas empresas reestruturadas representam uma oportunidade única de aumentar a força, a amplitude e a sofisticação do mercado de capitais brasileiro, através do incentivo à participação de investidores não-tradicionais individuais e institucionais. Além disso, estas ofertas poderiam oferecer incentivos para aumentar a divulgação de informações e melhorar os sistemas de negociação no mercado brasileiro.

Estas ofertas também poderiam servir para criar ligações crescentes entre o Brasil e os centros financeiros de Nova Iorque, Londres e Tóquio. Através da criação dessas transações, em eventos internacionais, as vendas poderiam ser usadas para atrair a atenção dos investidores internacionais para o Brasil. Além disso, as ligações do Brasil com os centros financeiros internacionais seriam fortalecidas significativamente através da listagem das ações para negociação nestes centros. Finalmente, uma oferta bem sucedida destas empresas seria um precedente importante para as próximas privatizações brasileiras, através de ofertas públicas internacionais de ações .

Benefícios do mercado de capitais para o Brasil

- expansão da participação individual e institucional nos mercados internos de ações;

- estabelecimento de novos padrões de divulgação e de documentação para as empresas reestruturadas;

- estabelecimento de precedentes de mercado para a formação de sindicatos de bancos, marketing, procedimentos de alocação e suporte de pós-venda;

- abertura de novos canais de distribuição nacional a serem reforçados por futuras privatizações;

- reforço das ligações entre as Bolsas de Valores Brasileiras e as de Nova York, Londres e Tóquio; e

- incentivo ao fluxo de capitais internacionais voltado para investimentos de longo prazo no Brasil, nos setores público e privado mediante a execução de uma oferta que alcance o porte de um "evento de mercado".

Casos precedentes de privatização por oferta pública na área de telecomunicações

Existem muitos precedentes de privatização na área de telecomunicações, onde ofertas públicas internacionais de ações foram utilizadas como método de vendas na privatização. Uma seleção dos precedentes mais importantes é apresentada na tabela a seguir.

Ofertas de ações em privatizações selecionadas na área de telecomunicações

Oferta de telecom.	Valor *US$ bilhões*	Descrição da oferta	Importância da oferta
NTT (Japão)	70,1	Oferta interna em três etapas: 1984, 1987 e 1988	As maiores ofertas de ações já ocorridas
BT (Reino Unido)	21,7	Oferta interna em três etapas: 1984, 1991 e 1993	A maior oferta de ações da bolsa de valores de Londres
DT (Alemanha)	10,1	US$2-3 bilhões pulverizados nas bolsas internacionais em 1996	A primeira tranche em 1996 foi a maior oferta de ações já ocorrida na Alemanha
KPN (Holanda)	3,7 4,1	Primeira tranche de 30% oferecido em 1994 Segunda tranche de mais 21% oferecido em 1995	A maior oferta de ações da bolsa de valores de Amsterdã Única oferta pública global a incluir serviço postal
Tele Danmark (Dinamarca)	2,9	A oferta global ocorreu em 1994, com parte pulverizada na bolsa de valores dos E. U. A.	A maior oferta de ações já ocorrida na bolsa de valores de Copenhage; será o segundo maior grupo na bolsa de valores
SingTel (Cingapura)	2,3	Primeira tranche de 11% Executado como oferta tipo licitação/leilão	A maior oferta de ações já ocorrida no Sudeste da Ásia; representa 25% do valor total das ações negociadas na bolsa de valores
TelMex (México)	2,1 1,4	Primeira tranche Segunda tranche na bolsa de valores de Nova York Ofertas em continuação à venda estratégica de 1990	A maior oferta de ações nas bolsas de valores do México; sendo freqüentemente as ações mais negociadas em Wall Street
Telefónica de Argentina/ Telecom Argentina	1,5	Ofertas em continuação à separação e à venda estratégica da EnTel Argentina em 1990 A oferta pública de GDS e das ações ordinárias ocorreram em 1991 e em 1992, respectivamente	Uma das maiores ofertas de ações na bolsa de valores da Argentina
Telefónica de Peru	1,0	A primeira tranche foi vendida como oferta global em 1996 Listado na bolsa de valores NYC Oferta em continuação à venda estratégica de 1994	Uma das maiores ofertas no Peru

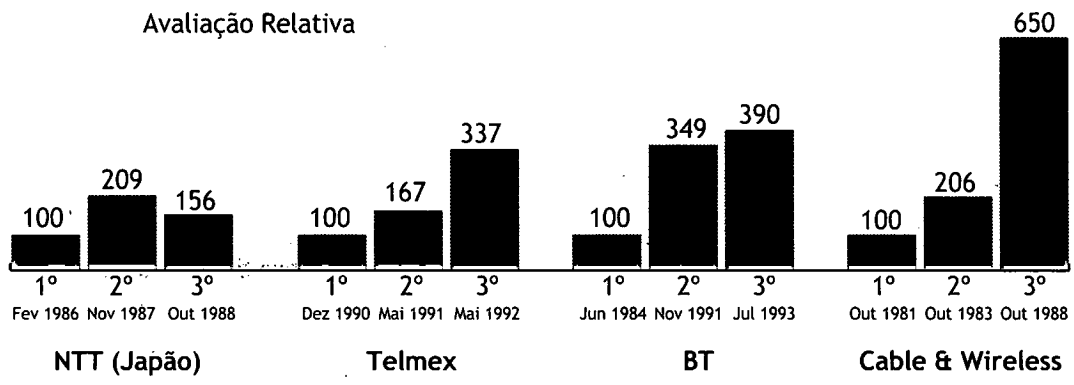
Desenvolvendo estratégias para ofertas públicas bem sucedidas

Ofertas bem sucedidas se devem ao posicionamento da empresa, à dinâmica do país, às conjunturas do momento da oferta, às questões estruturais e às estratégias de pós-venda. É impossível prever com precisão como se comportarão os mercados de ações internacionais com 12 meses de antecedência. Em conseqüência, as transações ora são executadas em ambientes de mercado menos favoráveis, ora são postergadas. Portanto, à medida que uma oferta pública é preparada, os consultores financeiros precisam estar sintonizados com as alterações no comportamento do mercado e as oportunidades favoráveis para executar a transação.

O sucesso nas transações é obtido pelo entendimento do mercado da origem dos principais compradores; pelo posicionamento da oferta para atrair estes compradores; pela preparação de uma correta avaliação; pela estruturação do sindicato de bancos de forma adequada; pelo desenvolvimento de estratégias de marketing inovadoras e eficazes; pela criação de estratégias de acionistas principais (por exemplo, compradores de participações financeiras); pela distribuição de ações para cobertura máxima ; e pelo suporte no pós-venda.

Muitas privatizações de telecomunicações têm a característica de corresponder a maior oferta de ações já ocorrida na história dos seus países. Devido à dimensão dessas transações, muitas destas ofertas foram estruturadas para evitar a saturação dos mercados de capitais com oportunidades de investimentos em telecomunicações. Para isso, o cronograma dessas ofertas foi programado levando em conta as outras ofertas públicas concorrentes na área de telecomunicações. Além disso, para gerenciar a programação, algumas privatizações foram divididas em diversas etapas de ofertas públicas. Como pode ser observado no gráfico a seguir e discutido adiante, geralmente o valor das ofertas pode ser maximizado, vendendo-se as ações em diversas etapas.

Desempenho relativo entre ofertas



Índice: Valor na 1ª tranche = 100

Um programa de obtenção de capitais de longo prazo favoreceria a execução da oferta em etapas, já que as etapas subseqüentes aumentariam a confiança do investidor progressivamente. A dimensão de cada oferta, bem como o número de ofertas e os intervalos entre elas, afetarão a estratégia final. O sucesso registrado pela primeira oferta é fundamental para todo o processo de privatização. Baseado em precedentes bem sucedidos, como o da Telmex, as segundas ofertas poderão ser executadas apenas um ano após a primeira.

C. Execução de uma oferta pública global

A execução bem sucedida de uma oferta pública, especialmente de empresas do porte das Teles resultantes da reestruturação do Sistema TELEBRÁS, requer o desenvolvimento de uma estratégia cuidadosamente estruturada, que maximizará a demanda para a oferta. A estratégia requerida para execução pode ser dividida em oito etapas essenciais, todas detalhadas na tabela a seguir.

Etapas de uma estratégia de oferta pública

1. Avaliação da demanda	■ Avaliar as características de fluxo dos mercados internacional e doméstico para maximizar a demanda para oferta.
2. Posicionamento	■ Desenvolver/sistematizar um estudo sobre investimentos que diferencie as empresas e o Brasil perante os investidores internacionais e leve à mais agressiva participação possível no mercado.
3. Avaliação	■ Desenvolver um estudo de avaliação para apoiar e melhorar os esforços de posicionamento e de marketing.
4. Organização de Sindicato	■ Estruturar um sindicato de bancos que permita a maior distribuição de ações em todos os mercados. Igual ênfase deve ser dada a uma estrutura que possibilite a alocação de ações de acordo com os objetivos de desenvolvimento do mercado interno e a atração de investidores de alta qualidade.
5. Marketing	■ Implementar uma estratégia de marketing coordenada, tanto no mercado internacional quanto no Brasil, para instruir investidores, divulgar estudos de países e empresas e construir uma visão sólida para a definição final de preços .
6. Precificação	■ Determinar parâmetros de definição de preços e preço final que maximize receitas do governo e nutra o interesse do investidor para as ofertas seguintes.
7. Alocação	■ Determinar a alocação final de ações de acordo com os requisitos de um bom nível de suporte pós-venda
8. Pós-venda	■ Garantir a estabilidade de preços, preservando a confiança do investidor.

Nas páginas a seguir, cada uma das estratégias acima será detalhada, explicando-se as questões que precisam ser abordadas e as etapas necessárias para execução da oferta global de ações. O estudo da avaliação é omitido deste capítulo para ser apresentado de forma mais detalhada no capítulo sobre metodologia da avaliação.

1. Avaliação da demanda

Objetivos estratégicos

- *Identificar os melhores investidores de longo prazo.*
- *Estimar os níveis esperados de demanda para dimensionar inicialmente as transações.*
- *Determinar as estratégias adequadas de posicionamento, de marketing e de organização em sindicato, com base no universo de investidores-alvo.*

Para garantir o sucesso, será essencial, o quanto antes, estabelecer os segmentos da comunidade global de investidores que conduzirão a demanda da oferta pública. A identificação do grupo central de investidores-alvo permitirá atingir três objetivos críticos:

- criar expectativa para a transação;
- posicionar as empresas no mercado para maximizar a demanda; e
- prover sólido conhecimento no exercício de avaliação.

Fontes principais de demanda

Fundos de Pensão: houve uma forte diversificação na indústria de fundos de pensão nos últimos 5 anos, que investiram em ações internacionais. Esta mudança contínua de ativos resulta de uma alteração no perfil demográfico da população americana e européia. As pessoas estão vivendo mais e os fundos de pensão precisam gerar retornos mais elevados para cumprir suas obrigações de longo prazo. Dentre todos os tipos de bens, como imóveis, títulos de dívidas e ações (tradicionalmente áreas de investimento dos fundos de pensão), as ações - embora apresentem maior risco - têm os melhores retornos a longo prazo. Por isto, os fundos de pensão estão adquirindo maior número de ações e, nesta área, se concentram mais nas ações internacionais, particularmente ações de mercados emergentes. Estas grandes mudanças de bens indicam que as atenções estarão voltadas para o Brasil. Portanto, os fundos de pensão dos Estados Unidos e da Europa serão importantes para o sucesso desta transação.

Fundos Mútuos: a área de fundos mútuos está passando por um crescimento explosivo. Em 1980, os investidores podiam escolher entre 564 fundos, desde então, o número aumentou dez vezes. Em 1996, o ingresso de recursos nos fundos mútuos, pelo terceiro ano consecutivo, será superior a US$100 bilhões. Espera-se uma aceleração contínua destes fundos em direção às ações internacionais.

Fatores que influenciam a demanda

Condições do mercado: a situação dos mercados globais de ações terá um significado importante na colocação bem sucedida de qualquer oferta de ações no Brasil. Também é importante a situação político-econômica do país.

Avaliação e posicionamento: qualquer das empresas resultantes da reestruturação deve ser avaliada com relação às empresas equivalentes

internacionais e nacionais, tendo em vista a demanda reprimida para linhas telefônicas, o grande crescimento na telefonia celular, o fortalecimento da economia brasileira e a oportunidade de serviços de valor agregado. O desenvolvimento de estudos sobre investimentos e a diferenciação das empresas aos olhos dos investidores serão elementos críticos da estratégia de marketing.

Calendário da oferta de ações: a oferta deve ser programada para evitar a concorrência com outras ofertas na área de telecomunicações ou com privatizações.

Demanda interna: os investidores internos têm sido componentes decisivos em privatizações similares e são referencial importante para investidores internacionais. Por exemplo, a percepção de grande demanda interna dará tranqüilidade aos investidores internacionais e poderá ajudar a gerar demanda adicional. Oportunidades para incluir funcionários devem ser exploradas visando atingir os objetivos do Governo e maximizar a demanda local.

Estrutura da oferta: a demanda e a liquidez subseqüente podem ser aumentadas significativamente nos Estados Unidos e na Europa, através de um registro na SEC com listagem na NYSE e de uma listagem secundária completa na Bolsa de Valores de Londres. No Japão, uma oferta pública sem listagem ("public offering without listing", "POWL") também é uma possibilidade.

Fontes potenciais de demanda global

A identificação das fontes-chave no mercado internacional será uma parte importante da estratégia de avaliação da demanda. A tabela abaixo mostra exemplos de investidores institucionais internacionais que atuaram como compradores em ofertas anteriores na área de telecomunicações. Embora muitos destes investidores potenciais possam estar bastante interessados nas Teles reestruturadas, esta lista é apenas ilustrativa e não indica a determinação de uma avaliação da demanda. Além disso, poderá haver outras instituições nacionais e internacionais que demostrarão forte interesse em qualquer oferta brasileira na área de telecomunicações e que não se encontram na lista abaixo.

Seleção de investidores institucionais globais

E. U. A. e Canadá

- Alliance Capital Management
- Banc One Corporation
- Bankers Trust
- BEA
- Capital Research
- Dimensional Fund Advisors
- Fidelity
- Franklin
- Fund Asset Management
- Freemont Investment Advisors
- Guardian Group of Funds
- Investors Research Corporation
- Merrill Lynch Management
- Montgomery Asset Management
- Morgan Stanley AM
- Paine Webber Mitchell Hutchins
- Prudential
- Russell Frank Co. Inc.
- Scudder Stevens
- Smith Barney
- Templeton Investment Counsel
- USAA
- United States Trust of New York
- Vanguard Group

Reino Unido

- Baring Fund Managers
- Capital Research
- Morgan Grenfell Asset Man.
- F&C Emerging Markets
- Fleming
- Framlington
- Gartmore
- Genesis Investment
- Govett
- GT Asset Management
- Guinness Flight
- Henderson Touche Remnant
- Invesco
- Ivory & Sime
- Kleinwort Benson (Guernsey)
- Knight Williams
- Mercury Asset Management
- Pictet
- Schroder

Alemanha

- ADIG
- Agrippina
- Allianz
- ARAG
- Colonia
- DBAM
- DEKA
- DIT
- DWS
- Metzler Investment
- Munich Re
- Siemens
- Union Invest
- Victoria
- Zurich Investment

Resto do Mundo

- Abu Dhabi Investment Authority
- Bahrain International Bank (Bahrain)
- BT (Austrália)
- Government of Singapore (Cingapura)
- Jardine Fleming (Hong Kong)
- Kuwait Investment Authority (Kuwait)
- National Bank of Kuwait (Kuwait)
- Nomura Investment Management
- Sumitomo Trust & Banking
- Templeton Investment Management (Hong Kong)

Resto da Europa

- Banque Bruxelles Lambert (Bélgica)
- Danske Invest (Dinamarca)
- Finivest (Itália)
- Primegest (Itália)
- Robecco (Holanda)
- Banque Scandinave en Suisse (Suíça)
- Crédit Suisse (Suíça)
- Gerifonds (Suíça)
- Lombard Odier (Suíça)
- Swiss Bank Corporation (Suíça)
- UBS Asset Management (Suíça)

Demanda interna

Além do interesse global nas ofertas da TELEBRÁS reestruturada, haverá também uma demanda significativa dentro do mercado brasileiro pelas ações das empresas reestruturadas. O esforço de venda no mercado interno, portanto, deve ser estruturado para cobrir cada segmento importante de investidores, garantindo um crescimento consistente da demanda local, que, por sua vez, ajudará a incentivar o interesse internacional e a prover uma defesa eficaz contra as incertezas do mercado internacional. Além disso, devem ser avaliados mecanismos que possam expandir o leque e o interesse da participação do investidor interno. Através da introdução destes mecanismos do mercado de capitais, incluindo incentivos a investidores individuais, o Governo não só

expandiria a capacidade de obtenção de recursos dos mercados internos, como ofereceria até uma garantia maior de liquidez contínua aos compradores internacionais.

Antecedentes de Ofertas Globais de Privatização

■ TelMex I (1991) - a oferta local representou 7% do total de ofertas; nenhum incentivo especial oferecido.
■ YPF (1993) - a oferta local representou 25% do total de ofertas; nenhum incentivo especial oferecido; mais 18% das ações representativas do capital foram oferecidos pelo governo aos fundos de pensão para o cumprimento de obrigações a pagar.
■ Renault (1994) - a oferta local representou 55% do total de ofertas; o preço da oferta local foi igual ao da oferta global, mas os acionistas receberiam um certo número de ações caso eles mantivessem as ações por um período de 18 meses ("bônus de lealdade").
■ KPN (1994) - a oferta local representa 48% do total de ofertas; até 75 ações foram oferecidas a investidores individuais holandeses com desconto de 5%
■ Argentaria I (1993) - a oferta local representa 64% do total de ofertas; nenhum incentivo especial oferecido.

A demanda institucional nacional tem a maior importância, uma vez que ela tende a ser orientada para longo prazo (comparada à demanda individual) e, dessa forma, oferece um suporte imediato à estabilização do preço das ações no período de pós-venda. Os investidores institucionais internos podem ser classificados em quatro categorias no Brasil: (i) fundos mútuos e empresas de investimentos, (ii) empresas seguradoras, (iii) fundos de pensão privados e (iv) fundos de seguridade social. Apesar do porte dos ativos financeiros dos fundos de seguridade social, as preferências de investimento destes fundos estão excluídas da nossa avaliação preliminar, devido à dificuldade de avaliar suas estratégias de investimentos e sua preferência com relação aos títulos de dívidas do Governo.

2. Posicionamento

Objetivos estratégicos

■ *Posicionar as empresas para atingir de forma mais abrangente os critérios de investimento do grupo de investidores alvo.*
■ *Desenvolver estudos sobre investimentos que diferenciem as empresas e ilustrem seu grau de atratividade.*
■ *Posicionar as empresas para atrair o interesse do maior número possível de investidores.*

A forma em que as empresas reestruturadas estão posicionadas no mercado internacional, como partes de uma estratégia no mercado de capitais, dependerá do resultado das opções de reestruturação/liberalização escolhidas, da análise de avaliação e da estratégia de privatização recomendada.

Critérios	Questões
■ Ambiente macroeconômico	■ crescimento econômico, posicionamento geopolítico, considerações de moeda;
■ Ambiente regulatório e competitivo	■ estabilidade do regime regulatório, capacidade de prever a concorrência, visibilidade dos lucros e fluxo de caixa;
■ Características do mercado/infraestrutura	■ penetração existente, riqueza per capita, qualidade da infraestrutura de telecomunicações;
■ Crescimento histórico e perspectiva	■ apresentação de registro de desempenho anterior, fatores que determinam o crescimento futuro;
■ Potencial para melhoria da margem	■ ganhos na eficiência, crescimento da receita superior às despesas;
■ Qualidade do balanço patrimonial	■ otimização da alavancagem, capacidade de financiar investimentos acima dos fluxos de caixa, pensões e outras obrigações.

Uma avaliação das reações do investidor para diferentes estudos de posicionamento, deve anteceder sua recomendação, de modo a considerar uma informação completa sobre as implicações do mercado. Na tabela a seguir encontram-se os pontos chaves de venda que enfatizaríamos para cada segmento de investidores.

Segmento de investidor	Ênfase do posicionamento	Comparação	Base lógica
Fundos de mercados emergentes se especializando no mercado brasileiro e em outros mercados emergentes	Foco no histórico do patrimônio e nas previsões de crescimento de cada empresa	Outras empresas emergentes na área de telecomunicações no mercado para comparar ao caso brasileiro	Conhecimento já adquirido no Brasil
Fundos internacionais com experiência de investimento em mercados estrangeiros	Empresas de telecomunicações como modelo para empresas no Brasil	O Brasil com outros países	Exige maior conhecimento sobre o Brasil, pois ainda não foram feitos investimentos
	Enfoque "top down" de administração de fundos (país, setor, empresa)	A empresa em relação a empresas internacionais de telecomunicações	Necessidade de convencimento sobre o valor relativo
	Observação às tendências econômicas, tais como crescimento do PIB, crescimento dos lucros, inflação e fluxo de capitais		
Fundos setoriais	Estudo da empresa e estudo detalhado do setor	Outras empresas de telecomunicações comparáveis na região e no mundo	Familiariedade com investimento em países em desenvolvimento. Muito sofisticados na avaliação e em potenciais de ganho
Fundo de capitais com parte do ativo internacionalizada	Modelo para o Brasil	Potencial de crescimento do Brasil em relação ao do país de origem	Falta de conhecimento sobre as vantagens de investir no Brasil

Os investidores também podem exigir maiores incentivos para participar da oferta. A tabela a seguir apresenta em resumo os tipos de incentivos que podem vir a ser considerados pelo governo e a TELEBRÁS no caso de uma oferta pública.

Incentivo	Descrição	Considerações preliminares
Deságio pré-estabelecido	Pré - estabelecimento de um deságio, com relação ao resto da oferta global, para a "tranche" no mercado brasileiro Esta estrutura usada freqüentemente em privatizações	Como o deságio é pré-estabelecido, pode incentivar os investidores de varejo a vender imediatamente após o leilão Percepção negativa dos investidores internacionais, principalmente quando a venda no varejo é uma porção significativa da transação
Preço fixo	"Tranches" no varejo com preço fixo, abaixo do preço de mercado e cotação pré-fixada Exemplo: preço abaixo do preço de leilão	O desconto exato não ficará claro até que se cote a oferta global O deságio pode ser tão grande que aumente a possibilidade de venda a varejo imediatamente após a transação Não é bem visto pelos investidores internacionais, que percebem um excesso de favorecimento ao varejo.
Ações de bonificação	Se o investidor mantiver ações por um período de tempo pré-estabelecido, receberá um número de ações como bonificação Exemplo: mantendo as ações por um ano, recebe uma ação por cada dez originalmente adquiridas	Alavanca a demanda, pois os investidores de varejo percebem desconto Incentiva os investidores de varejo a manter as ações O governo não pode vender toda a empresa, pois precisa de reserva para as bonificações Necessidade de controle rígido para assegurar que só os compradores originais recebam as bonificações
Incentivos fiscais	Dá aos investidores de varejo a possibilidade de deduzir ganhos de capital do imposto de renda se mantiver as ações durante um período de tempo pré-determinado Exemplo: os ganhos de capital do investidor ficam isentos de imposto se ele mantiver as ações por um ano ou mais; o incentivo também pode ser escalonado, com 50% de redução de imposto para quem mantiver as ações por um ano e 100% para dois anos ou mais.	O controle pode ser muito complicado para as autoridades fiscais Não é tão óbvio como desconto pré-estabelecido ou bonificações Não reduz o volume de recursos recebidos à vista pelo Governo, nem a sua participação acionária futura Minimiza a manipulação, visto que a única maneira de receber o benefício é declarando o imposto de renda individualmente

Incentivo	Descrição	Considerações preliminares
Pagamento parcelado	Os investidores compram as ações em prestações	O governo não recebe os recursos de imediato
	Exemplo: Os investidores compram as ações em três prestações ao longo de 18 ou 24 meses. No caso de não pagamento da segunda ou da terceira parcela a titularidade das ações é cancelada, o que estimula os investidores a pagar as parcelas ou vender as suas ações	O custo do dinheiro por tempo é muito alto no Brasil, o que faz com que esta alternativa seja menos atraente do que em países com taxas de juros mais baixas
Garantia de reembolso pelo Governo	O governo garante reembolso ao investidor de varejo se a cotação das ações estiver abaixo de um determinado limite	Deverá ter como conseqüência um aumento de demanda, visto que os investidores de varejo passam a contar com proteção contra queda de preço
	Na prática, o governo estaria dando um "spread" de venda fora do preço para o varejo	Pode resultar em dívida se o preço das ações se deteriorar
		Uma parte do potencial de débito pode ser descarregada em contratos de "hedge" com bancos nacionais ou internacionais
	Exemplo: O governo garante retorno dos primeiros 10% do investimento original durante um ano, para o varejo	Complexo e difícil de explicar
"Warrants"	Os investidores recebem direitos de subscrição que podem ser exercidos em relação a um número fixo de ações	Não se solicita deságio
		O governo não recebe imediatamente os resultados do exercício
	Exemplo: direito à compra de uma ação por cada 4 compradas, com preço de exercício igual ao preço original de emissão	Pode ser muito complexo para os investidores de varejo
"Vouchers"	Os "vouchers" dão aos investidores descontos em suas contas de telefone, desde que mantenham as ações por um determinado período de tempo	A maioria dos investidores poderia usar os "vouchers"
		Não há necessidade de deságio na oferta

Os investidores de varejo tendem a ser muito sensíveis a preço e, assim, caso o governo deseje aumentar a participação desses investidores, terá de considerar algum mecanismo de diferenciação de preço. Evidentemente, tais alternativas terão de ser examinadas à luz dos seus custos embutidos para o governo. Embora os incentivos estimulem uma maior participação dos investidores de varejo, é preciso que estes também não afastem a participação

dos demais investidores. O estímulo à participação de investidores de varejo à compra de ações, assim como a sua transformação em investidores de longo prazo são críticas neste processo.

3. Sindicato de bancos

Objetivos estratégicos

- *O governo e um coordenador global deverão selecionar os membros do sindicato.*
- *Combinar abordagem global com membros regionais de alta qualidade no sindicato.*
- *Compromisso/responsabilidade do sindicato para a mobilização das redes de distribuição.*
- *Preservar a flexibilidade de distribuição pelas regiões com base na demanda relativa.*
- *Minimizar o refluxo de ações para o mercado brasileiro.*
- *Estabelecer um mercado secundário forte para as ações das empresas restruturadas.*

A estrutura de sindicato para uma oferta pública deverá ser concebida de forma a maximizar os trabalhos de marketing nas áreas em que a demanda dos investidores internacionais aparenta ser maior, ao mesmo tempo em que se assegura flexibilidade na determinação da distribuição das ações entre os mercados internacionais e o brasileiro, e entre as diversas parcelas internacionais.

Colocações de ações globais como a prevista para as empresas resultantes da reestruturação do Sistema TELEBRÁS utilizam tanto uma estrutura multi-tranche de sindicato regionalizada quanto uma estrutura de sindicato global. As maiores privatizações dos mercados emergentes têm optado por uma visão de grupos de venda regionalizados, refletindo a diversidade dos investidores potenciais e garantindo um esforço de marketing específico em cada uma das regiões de interesse de investidores em potencial.

Estruturação do sindicato

- Separar parcelas regionais para as Américas, Reino Unido, Europa Continental, Japão e resto do mundo com bancos regionais como "underwriters" principais.
- Preservar para os "underwriters" a possibilidade de serem membros dos grupos regionais de venda, aos quais podem acrescentar valor. Os bancos com capacidade de ação global deverão ser autorizados a participar de mais de uma "tranche" regional. Inclusão de bancos brasileiros no sindicato internacional para promover o sistema bancário brasileiro.
- Exigir que todos os membros do sindicato garantam aos seus líderes ("lead manager") regionais transparência absoluta em todas as aquisições superiores a um determinado teto (p.ex. US$ 1 milhão). Esta transparência garante a possibilidade de avaliação de todas as aquisições de tamanho significativo durante o processo de distribuição.

■ Estruturar o sindicato de forma a recompensar os seus membros pela distribuição bem-sucedida. Isto estimulará esforços concentrados de venda junto aos grandes grupos de capital institucional pelos membros mais competentes do sindicato. Deverá ser colocado um limite superior na quantidade de concessões de venda disponíveis para os coordenadores globais (talvez 70%). Isto significará um aumento significativo do potencial de taxas para os bancos de grande desempenho.

■ Os coordenadores globais deverão ter total flexibilidade em relação à distribuição de ações nas áreas geográficas de maior demanda. O "lead manager" regional, juntamente com o coordenador global, deverão ter flexibilidade na alocação de títulos para investidores específicos dentro de cada parcela.

■ Os coordenadores globais agirão como agentes estabilizadores e serão responsáveis pela garantia da existência de um mercado com estabilidade e liquidez dentro e fora do Brasil.

Estrutura de sindicato nas grandes privatizações dos mercados emergentes

	Sindicato global	Parcelas limitadas (<5)	Parcelas múltiplas (≥5)
Vantagens	Alto nível de controle centralizado Plena utilização das capacidades de pesquisa de mercado específica e de distribuição de cada sindicato Cria maior competição Garante grande atenção dos investidores institucionais	Maior flexibilidade na alocação de ações a áreas de maior demanda Maior controle do processo de marketing e sua história Simplicidade de execução Pode se conseguir uma atenção regionalizada pela escolha de membros fortes para o sindicato	Promove competição entre "managers" regionais Visa a uma ampla base de acionistas O foco específico sobre cada mercado cria incentivos de venda para os "managers" regionais Pode-se obter uma atenção regionalizada pela escolha de membros fortes para o sindicato
Desvantagens	Administração complicada das vendas múltiplas Sentimento de menor responsabilização do "manager" global A separação entre os esforços dirigidos ao varejo e às instituições reduz a transparência da demanda	Menor competição entre as "tranches" maiores Menor penetração regional Incentivos potencialmente menores para os "manager" regionais	Complexidade Menor flexibilidade na distribuição de ações A fraqueza de uma "tranche" pode prejudicar a oferta Menor controle do coordenador global Não utilização da ação dos "managers" regionais fora da "tranche" O resultado da oferta pode não ser o máximo
Precendentes de privatização	British Telecom III (1993) SingTel (1993)	IMI - 3 (1994) Endesa II - 4 (1994) KPN - 4 (1994) Indosat - 4 (1994)	TelMex II - 10 (1992) Argentaria I, II - 5 (1993) Repsol - 5 (1993) PT Telekom - 5 (1995)

4. Marketing

Objetivos estratégicos

- *Criar a melhor imagem possível, das empresas e do Brasil, em cada mercado-alvo.*
- *Apresentar argumentação clara sobre as vantagens de investir nas empresas e no Brasil.*
- *Assegurar forte demanda das ações no mercado interno e no internacional.*
- *Orquestrar a logística da mídia mundial e da campanha de marketing.*

Um programa de marketing eficiente deverá se constituir de duas fases: (i) a preparação do mercado para a oferta e (ii) o aumento do interesse dos investidores durante o período da oferta.

O programa de pré-marketing deverá começar de 1 a 2 meses antes da oferta, e o seu objetivo é atingir três metas importantes:

(i) dar conhecimento aos investidores e fornecer informação sobre as empresas e a transação.

(ii) levantar questões na fase inicial do processo para permitir ao coordenador global que as resolva antes do início do marketing "oficial", e

(iii) permitir que os coordenadores globais desenvolvam uma avaliação preliminar da demanda, que resultará em apresentações mais enfocadas e numa distribuição inicial mais precisa das tranches.

O programa deverá incluir:

- Visita ao Brasil e às empresas, feitas pelos analistas de pesquisa dos "managers" de primeiro e de segundo escalão de cada tranche regional, em equipes com economistas, analistas de estratégia de portfólios e analistas da empresa, gerando relatórios de pesquisa a serem distribuídos de forma não oficial aos investidores.

- "Roadshow" de duas a três semanas pelas principais cidades da América do Norte, Europa e Ásia, visando às instituições mundiais de maior porte, particularmente as que não têm especialistas em mercados emergentes e que tenham, portanto, menor informação.

- Organização, se possível, de um "roadshow" pelo país, chefiada por membros de primeiro escalão do governo brasileiro, para criar um evento de marketing e abordar as questões de investimento e de privatização antes da apresentação da empresa.

- Preparação, pelo sindicato de "underwriting", com o auxílio dos analistas de mercado, de textos de venda de uso interno para dar informação sobre o Brasil e as empresas e responder a perguntas desse gênero. Os analistas ficarão à

disposição para responder a todas as perguntas do pessoal de vendas. Os coordenadores globais revisarão toda a pesquisa para montar um histórico consistente da pesquisa.

Métodos de vendas para o mercado de varejo

Método	Descrição
Publicidade Combater a má informação e salientar os pontos fortes de venda	Descrever o programa de privatizações
	Explicar o processo de aplicação do programa e os incentivos
	Aumentar a freqüência à medida em que o lançamento se aproximar
	Usar TV, rádio, jornais, cartazes e "outdoors"
Relações com a mídia Garantir o apoio de terceiros	Disseminar informação sobre a oferta entre os jornalistas e repórteres, para minimizar os conceitos errôneos
	Informar regularmente a mídia sobre o andamento da oferta
	Convocar entrevistas coletivas com regularidade e responder perguntas
Materiais informativos Distribuir informação sobre as empresas e a oferta que não caberiam com facilidade em comerciais	Preparar brochuras sobre a oferta com perguntas e respostas
	Imprimir folhetos e cartões de registro para informação
	Distribuir prospectos
	Usar a rede bancária oficial, o correio, os postos de gasolina e outros locais sob controle do governo para distribuição de material
Informação por telefone Responder às perguntas e dar informações	Criar um número para obtenção de informação com ligação grátis, em todo o Brasil
	Os operadores deverão ser treinados pelos bancos brasileiros do consórcio
	Registro prévio de perguntas e respostas
	Possibilidade de obtenção de informação de mercado sobre a demanda potencial do varejo no Brasil

A ampliação da base de acionistas no próprio país tem requerido, tradicionalmente, programas de incentivo e de financiamento além da comunicação das possíveis vantagens obtidas na compra de ações.

5. Precificação

Objetivos estratégicos

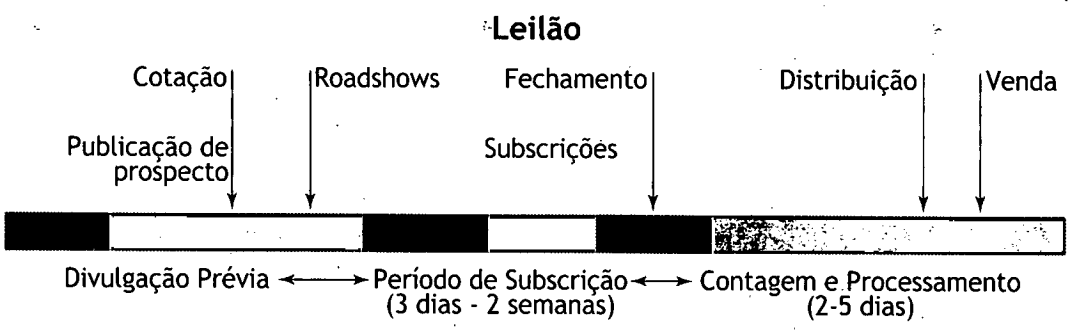
- *"Book-building" global para obter o máximo de participação dos investidores.*
- *"Book-building" de preço fixo no Brasil.*
- *Resultado máximo para o governo e criação de demanda no mercado secundário.*

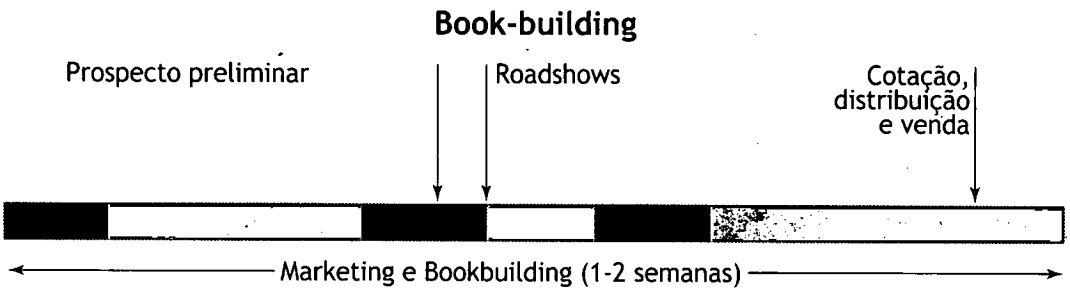
Historicamente, vem sendo usados dois processos de atribuição de preço nas ofertas internacionais - o método americano, de "book-building", e o método inglês de leilão. É possível combinar os dois processos para atender aos mecanismos de formação de preço do mercado brasileiro

	"Book-building"	Leilão
Descrição	O coordenador global e os "lead managers" das tranches obtêm indicações de interesse dos investidores institucionais	Os investidores apresentem ofertas irretratáveis com indicação de preço/lote
Vantagens	Permite que os "managers" criem percepções de escassez, com o que eleva-se o preço Determinação mais precisa da demanda global Possibilidade de administração da distribuição das ações para melhorar o desempenho do mercado secundário Oportunidade para obter informação sobre as fontes de demanda do mercado secundário	Mecanismo mais rápido e simples Antecipação do comprometimento do investidor com a aquisição
Desvantagens	Processo mais demorado Os investidores não ficam obrigados em relação às aquisições até a determinação de preço, e assim o emitente assume o risco de mercado	Pode levar a preços abaixo do ideal Não é possível distribuir em função da qualidade da demanda Não há controle sobre o desempenho do mercado secundário
Precedentes de Privatizações	KPN (1994) IMI (1994) Renault (1994) Endesa I, II (1988, 1994) YPF (1993) Argentaria I e II (1993) TelMex I e II (1991< 1992)	Telecom Argentina (1992) Telefónica de Argentina (1991) BT I, II, e III (1984, 1991, 1993)

A seguir encontra-se um gráfico ilustrativo para cada um dos métodos de oferta pública.

Métodos de oferta pública





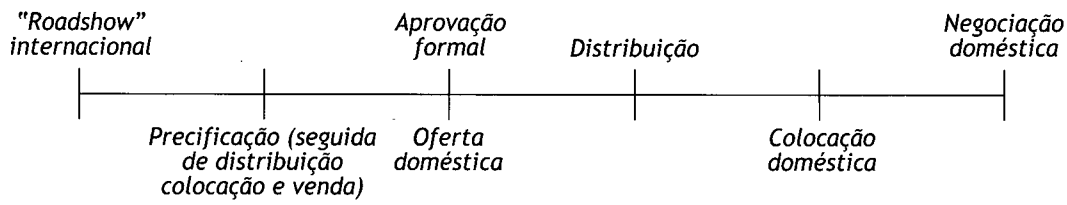
O mecanismo tipicamente usado internacionalmente é o "book-building", porque o conhecimento do tamanho e da sensibilidade ao preço do "book" mundial da demanda ajuda a estabelecer um preço no nível de liquidação do mercado, consistente com um desempenho sustentável do mercado secundário. O método de "book-building" melhora a qualidade da colocação dos papéis e cria tensão de demanda na oferta, visto que as regiões em que haja maior demanda e menor sensibilidade ao preço poderão receber maior número de ações. Ao criar demanda maior do que a oferta de ações, os investidores poderão prever dificuldade na obtenção de uma alocação completa de ações. Esta percepção de escassez pode ser alavancada para criar pressão altista no preço de oferta.

O processo de "book-building" permite a administração de um mercado secundário estável antes da atribuição de preço. A colocação de ações com investidores de qualidade e de longo prazo resulta em uma operação genuinamente dirigida ao investidor. Ela reduz a volatilidade causada pela arbitragem profissional e uma reciclagem efetiva das ações vendidas no mercado secundário imediato de forma a minimizar o refluxo para os mercados domésticos.

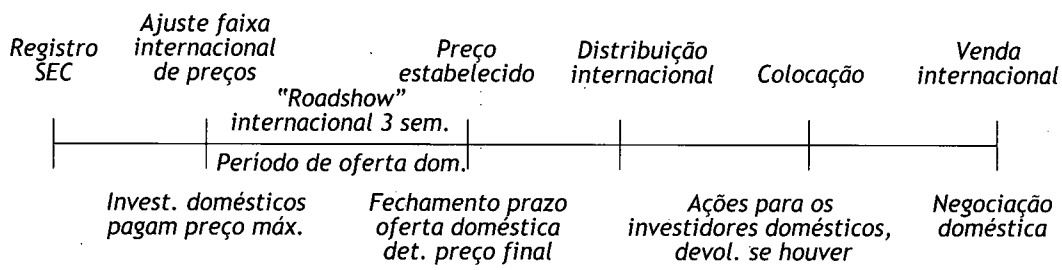
A metodologia de precificação adotada para o mercado doméstico deverá ser ligeiramente diferente daquela descrita para o mercado internacional. O preço de oferta no mercado interno deverá ser determinado dentro da faixa internacional, provavelmente na extremidade superior da faixa, com um desconto potencial para os investidores (dependendo do preço final da oferta). Tendo em vista o risco de transação que surge com a possibilidade de o processo de oferta doméstico interromper o desenvolvimento do processo internacional de "book-building", o período de oferta doméstica poderá ocorrer durante o "roadshow" internacional.

Ofertas simultâneas nos mercados doméstico/internacional

O esquema a seguir mostra uma emissão doméstica simples, na sua sequência de eventos.



Na execução de uma oferta simultânea doméstica/internacional, pode ser necessário a aprovação formal para o uso de uma faixa de preço ao invés de um preço fixo. Esse preço seria determinado pela demanda, para em seguida realizar-se o processo de "book-building". As vendas nos mercados internacional e doméstico começariam quase ao mesmo tempo, com pequenas diferenças. O esquema abaixo toma por base uma oferta global que inclui uma oferta registrada na Bolsa de Nova York (referência ao registro SEC, Securities and Exchange Commission, nos Estados Unidos).



6. Distribuição

Objetivos Estratégicos

- *Há dois temas-chave na distribuição: flexibilidade e controle.*
- *Os coordenadores globais mantêm controle das distribuições e dos " lead managers" regionais para alcançar os objetivos do governo e dos investidores.*
- *Determinar as distribuições iniciais pelas tranches regionais com base na expectativa de demanda e criar tensão entre as regiões.*
- *Redistribuir as ações pelas regiões com mais alta qualidade de demanda junto a investidores de longo prazo que também possam vir a comprar outras ações no mercado secundário.*
- *Satisfazer a demanda de forma apenas parcial, para garantir um mercado secundário forte.*

De forma a manter a transparência do processo é importante aplicar um padrão consistente de distribuição das ações por todos os mercados, com ênfase na colocação de ações junto a investidores de alta qualidade e de longo prazo. O sucesso dessa estratégia pode ser provado pelo aumento dos negócios no mercado secundário. Um volume baixo de negócios no mercado secundário indica uma distribuição de qualidade mais elevada, visto que os investidores que compraram as ações mantiveram-nas em carteira.

Os critérios-chave que os coordenadores globais deveriam usar para verificar a distribuição de ações incluem os seguintes:

Credibilidade do pedido	■ Tamanho do pedido em relação ao tamanho dos ativos administrados
	■ Experiência anterior de investimento em mercados comparáveis
	■ Ocasião do pedido
	■ Estimativa de demanda real
Nível real de interesse	■ Destino final das ações
	■ Comparecimento aos encontros dos "roadshows"
	■ Participação em reuniões com os analistas de pesquisa
	■ Nível e tipo da sensibilidade a preço
Comportamento provável do mercado secundário	■ Probabilidade de compra no mercado secundário
	■ Período presumido de manutenção das ações em carteira
	■ Comportamento em situações comparáveis já ocorridas
	■ Tamanho da distribuição em relação ao tamanho do pedido

7. Mercado pós venda

Objetivos estratégicos

- *Determinação profissional de preço e alocação.*
- *Uma opção de distribuição em excesso ("Greenshoe") para auxiliar o coordenador global na estabilização da emissão no mercado secundário.*
- *Auxiliar a administração na comunicação com mercados internacionais através de apresentações contínuas a investidores.*
- *Criar um fluxo de ações dos mercados nacionais para os mercados internacionais.*
- *Cobertura de pesquisa contínua de qualidade manterá o interesse dos investidores.*
- *Membros do consórcio de agentes colocadores devem se comprometer a fornecer cobertura de pesquisa.*
- *Bom desempenho no mercado secundário dependerá da promoção ativa da negociação de ações, que inclui comprometer capital para absorver desequilíbrios temporários no mercado e ajudar a manter o entusiasmo pelas ações.*
- *A administração deve estar preparada para comprometer seu tempo com apresentações a investidores e a manutenção de relações contínuas com investidores para auxiliar no desempenho no mercado secundário.*

Uma opção de distribuição em excesso ("Greenshoe") auxiliará o coordenador global na estabilização do mercado secundário em mercados internacionais. A opção "Greenshoe" permitiria ao coordenador global comprar ações adicionais ao preço de emissão. Tipicamente, os coordenadores globais criarão uma posição a descoberto, distribuindo mais ações que as disponíveis na oferta, permitindo aos coordenadores globais comprar ações no mercado secundário. A opção "Greenshoe" permite que os coordenadores globais estabilizem a transação de forma mais agressiva. Se o preço das ações subir após a emissão, os coordenadores globais não precisarão comprar no mercado secundário, exercitando, ao invés disso, a opção "Greenshoe" para cobrir sua posição a descoberto. Os investidores consideram a opção "Greenshoe" como algo favorável, pois compreendem que este recurso permite aos coordenadores globais um maior envolvimento no mercado secundário e oferece o poder de compra necessário até que as ações se estabilizem e um mercado independente nos dois sentidos (em que os lados de oferta de compra e venda estejam firmes) se estabeleça firmemente.

D. Estudos de casos de ofertas públicas em telecomunicações

As páginas a seguir oferecem dois estudos de caso detalhados para as privatizações na Indonésia, que ocorreram no período de 1994-1995. O governo da Indonésia decidiu privatizar suas duas operadoras nacionais de telecomunicações, 100% estatais, através de ofertas públicas globais puras. A Indosat, a operadora de serviços à distância internacionais, foi vendida primeiro, seguida pela Telkom, a fornecedora de serviço básico e à distância nacional.

Apesar desses estudos de casos examinarem ofertas públicas globais de duas privatizações de telecomunicações asiáticas, eles são de várias maneiras relevantes para o caso do Brasil. Em primeiro lugar, a Indonésia é um mercado emergente com uma rede de telecomunicações subdesenvolvida e uma economia em rápido crescimento. O governo optou por dispensar o processo de parceria estratégica e decidiu, em vez disso, privatizar suas duas principais operadoras através de ofertas públicas globais, demonstrando que países de mercados emergentes podem privatizar com sucesso sem precisar recorrer à estratégia de combinar oferta pública e venda estratégica.

Em segundo lugar, o *"modus operandi"* do negócio da Indosat e da Telkom é relativamente semelhante ao da TELEBRÁS e da EMBRATEL, em que a TELEBRÁS é a empresa controladora de 27 operadoras de serviços básicos e à distância nacional limitado e a EMBRATEL é a fornecedora de serviços à distância internacional e nacional. O caso da Indonésia demonstra que a privatização rápida e em seqüência de uma operadora à distância, seguida pela fornecedora de serviços básicos nacionais, pode ser realizada sob as estratégias e condições adequadas.

Finalmente, a abordagem da Indonésia é interessante devido à utilização pela Telkom de uma estrutura BOT (construir, operar e transferir) em conjunto com a oferta pública global. Em vez de formar antes uma parceria estratégica, o governo da Indonésia preferiu fornecer concessões de construção e operação a cinco operadoras estrangeiras, para acelerar o desenvolvimento da rede nacional em regiões sob o controle da Telkom. Se o processo de parceria estratégica não puder ser implementado no caso brasileiro, tal combinação de oferta pública e estrutura BOT poderia ser utilizada para a empresa "holding" da TELEBRÁS.

Estudo de caso: Indonésia

PT Indonesian Satellite Corp. ("Indosat")

"Transação do ano de 1994" pelo Institutional Investor

Em janeiro de 1994, o governo da Indonésia anunciou sua intenção de implementar um programa de privatização nacional ampla e iniciou o processo com a implementação de uma oferta de ações do monopólio de telefonia internacional PT Indonesian Satellite Corp. ("Indosat"). A oferta de ações da Indosat foi completada em outubro de 1994 e consistia em uma oferta de US$1,1 bilhão em ADR na NYSE.

PT INDOSAT
US$1.161.572.125
representando 362.425.000 ações ordinárias
17 de outubro de 1994

Papel dos consultores financeiros

■ Assessorou o governo da Indonésia sobre a estrutura da oferta:
- mecânica da oferta incluindo o processo de seleção do coordenador global;
- cronograma e datas principais da oferta;
- tamanho da oferta global e o de cada colocação parcial.

■ Assessorou o governo da Indonésia sobre a composição e estrutura do consórcio de agentes colocadores, levando em consideração:
- cobertura de pesquisa (Indonésia e telecomunicações);
- capacidade de distribuição dos agentes colocadores;
- suporte no mercado secundário.

■ Elaborou uma estratégia de marketing global e implementou um plano de marketing "central":
- sugeriu uma visita das equipes de venda a varejo e institucional à Indonésia;
- recomendou e planejou um "roadshow" global do país, envolvendo representantes do alto escalão do Ministério das Finanças e do banco central da Indonésia;
- planejou a visita de analistas de pesquisa à Indonésia;
- orquestrou pré-reuniões de marketing com os principais investidores institucionais objetivados.

■ Auxiliou no desenvolvimento de projeções financeiras.

■ Efetuou análises de avaliação preliminar e final.

■ Auxiliou os agentes colocadores locais a estabelecer as mecânicas de negociação no mercado interno.

Avaliação

■ A chave para se avaliar um candidato a uma Oferta Pública Internacional (IPO) e determinar o preço de oferta por ações apropriado é criar projeções detalhadas e realizáveis. Ainda que as projeções não sejam em geral incluídas no prospecto, os analistas de pesquisa utilizam essas projeções para desenvolver as suas próprias, que *são* utilizadas para avaliar uma empresa. Estas projeções são então comunicadas aos investidores.

■ Para a Indosat, as três principais medidas de avaliação dependiam de projeções:
- índice preço-lucro para 1995E para a taxa de crescimento projetada para 5 anos;
- índice preço-lucro da Indosat (baseado no lucro por ação projetado para 1995) para o índice preço-lucro no mercado de Jacarta;
- projetou o "retorno total" (taxa de crescimento projetada para 5 anos mais rendimento de dividendos).

■ Desenvolvimento de projeções financeiras detalhadas e realizáveis exigiu **2-3 meses de trabalho intenso** pelos coordenadores globais da empresa e da Indosat. O trabalho foi concluído logo antes do "roadshow".

■ Para maximizar a avaliação da Indosat, foi crucial que a empresa recebesse esclarecimentos sobre sua estrutura normativa. Mais importante, os investidores precisam de clareza. Se eles não compreenderem o mecanismo para mudança de tarifas, introdução de novos competidores etc., sua expectativa será pior e eles avaliarão as ações da empresa da mesma forma. Uma prática de avaliação adequada só pode ser concluída após a determinação dessas questões.

■ Antes da maioria das privatizações de telecomunicações, as empresas tiveram o monopólio garantido por um número específico de anos. Esta proteção maximiza a avaliação da empresa e a probabilidade de uma IPO de êxito. Como o cronograma para o desenvolvimento de uma nova política de telecomunicações não era consistente com o da oferta, os consultores financeiros recomendaram uma solução provisória de uma carta do governo para a Indosat especificando um cenário da **pior** hipótese para a empresa no caso de uma nova política de telecomunicações. A carta declarava:

- a Indosat compartilharia de um duopólio de 10 anos dos serviços de telecomunicações internacionais básicos;
- a competição se basearia na qualidade dos serviços, não em preços;
- as tarifas continuariam a ser definidas pelo Ministério e se aplicariam a ambos os competidores.

■ Os Consultores Financeiros recomendaram energicamente que a Indosat abordasse de forma mais conservadora as projeções e não incluísse diversos projetos no fluxo de receita projetado. Este foi um contraste total com outras recentes privatizações de telecomunicações e IPO asiáticas, em que os investidores concluíram que as projeções não eram realizáveis. O resultado tem sido avaliações mais baixas (Pakistan Telecom) ou uma incapacidade de se executar a emissão (VSNL).

Marketing

■ O marketing exigiu um gerenciamento rigoroso dos consultores financeiros para um tratamento adequado das questões:

- a Indonésia não era conhecida pelos investidores internacionais;
- o governo desejava construir uma base ampla de investidores internacionais, em parte para estabelecer o fundamento para futuras privatizações;
- a oferta era certamente a maior já feita por uma empresa da Indonésia e era a primeira listagem dupla;
- a Indosat enfrentaria competição pela primeira vez, preocupando os investidores quanto a perdas de participação no mercado.

■ Uma campanha de marketing abrangente foi empreendida para assegurar o êxito da transação. Os consultores financeiros recomendaram a realização prévia de um "roadshow" do país, com apresentações sobre a economia da

Indonésia a investidores institucionais, em Hong Kong, Londres, Nova York e Boston pelo Ministro das Finanças e o Secretário Geral do Ministério.

■ Os consultores financeiros desenvolveram um plano de marketing básico que o governo apresentou aos coordenadores globais como um padrão mínimo:

- *Visita das equipes de vendas:* visita de vendedores chave à Indonésia para que se familiarizassem com a Indonésia e a Indosat.
- *"Roadshow" do país:* "Roadshow" para familiarizar investidores com a Indonésia e reafirmar o comprometimento do país com o processo de privatização.
- *Visita pelo sindicato de "underwriters" e analistas de pesquisa:* visitas em grupo à Indosat para profissionais chave de cada "underwriter" principal. Estes incluíam analistas de pesquisa e especialistas de sindicato.
- *Visita pelos "managers" globais de fundos:* visitas à Indonésia foram organizadas para os diretores de investimento dos principais "managers" globais de fundo.
- *Pré-marketing:* mais de 200 instituições fora dos E.U.A. foram contatadas para "pré-negociar" as ações da Indosat antes da circulação do prospecto "Red Herring" (versão quase definitiva do prospecto). O pré-marketing assegurou que a IPO teria o preço correto.
- *"Roadshow" da Indosat:* mais de 1.000 investidores compareceram a 76 apresentações e reuniões durante 19 dias em 21 cidades.

Análise do mercado secundário

Reação do Mercado:

Herald INTERNATIONAL Tribune

20 de outubro de 1994

"Indosat Joga Bem Dentro e Fora de Casa"

■ *"O interesse na Indosat, de acordo com os "managers" de fundo, deveu-se em parte aos compradores ansiosos por uma parte de qualquer coisa originária da Indonésia... Se você for entrar lá, esta é uma boa jogada de longo prazo."*

25 de outubro de 1994

"Novas Ofertas Dão Mais Tempero ao Mercado Indonésio"

■ *"Corretores declaram que a listagem de alta exposição [da Indosat] em Jacarta e semana passada em Nova York ajudou a colocar o mercado local no mapa e elevará significativamente sua liquidez... O mercado está tendo muito maior profundidade... Muito mais pessoas agora conhecem a Indonésia."*

INTERNATIONAL FINANCING REWIEW

22 de outubro de 1994
"Conexão perfeita"

■ *"A maior oferta de ações de estrutura internacional por um país asiático (fora o Japão)... em grande contraste com as negociações problemáticas de outras recentes listagens na NYSE por emissores asiáticos."*

The New York Times

19 de outubro de 1994
"Indosat Tem Primeiro Dia de Negociação Movimentado"

■ *"O papel da Indonésia como um mercado emergente e êxitos anteriores de privatizações de empresas de telefonia em outros países pareceu atrair os compradores tanto quanto o potencial da empresa..."*

Estudo do caso: Indonésia

PT. Telekomunikasi Indonesia (Telkom)

Maior IPO e oferta de privatização da indonésia

A privatização e oferta pública inicial da Telkom representam uma das maiores privatizações asiáticas e a maior oferta de ações indonésia até hoje. A transação foi concluída em novembro de 1995 e se consistiu de uma oferta de US$1,6 bilhões de ADS e ações ordinárias listadas nas bolsas de Nova York, Londres e Jacarta. A República da Indonésia preferiu privatizar a Telkom, a empresa de telecomunicações interna da Indonésia, enquanto, ao mesmo tempo, negociava alianças estratégicas com cinco consórcios compostos por empresas nacionais e operadoras internacionais de telecomunicações. A transação foi uma das maiores privatizações de telecomunicações asiáticas até hoje, levantando US$750 milhões para o governo da Indonésia e US$840 milhões para a Telkom.

TELKOM

PT. Telkom
US$1.590 milhões
representando 30 milhões de ADS e
1.167 milhões de ações ordinárias
Novembro de 1995

Objetivos

■ completar a oferta com êxito até o final do ano de 1995;
■ desenvolver os mercados de capitais indonésios e ampliar a participação nacional;
■ assegurar um desempenho sólido no mercado secundário;
■ continuar o sucesso de programa de privatizações da Indonésia;
■ maximizar a renda da oferta.

Cenário

■ A Telkom é a principal fornecedora de serviços de telecomunicações internos na Indonésia, oferecendo serviços de telefonia local e nacional à distância para aproximadamente 2,8 milhões de assinantes. A Telkom também fornece ou tem investimentos em empresas que fornecem outros serviços de telecomunicações, inclusive celular móvel, comunicações de dados e serviços de aluguel de linhas.

■ Antes da oferta, a Telkom era 100% da propriedade da República da Indonésia, através do Ministério das Finanças (MF).

■ A partir de 1° de janeiro de 1996, cinco operadoras internacionais de telecomunicações, conjuntamente com a Telkom, assumiram a responsabilidade pelo desenvolvimento e operação de cinco das sete divisões regionais da Telkom, através de estruturas BOT de 15 anos, conhecidas como "KSO", permitindo assim que a empresa focalizasse seus esforços e recursos no desenvolvimento e operação das duas divisões remanescentes, que incluem Jacarta e Java Oriental.

Papel dos Consultores Financeiros

■ Assessorou e trabalhou conjuntamente com o Ministério de Turismo, Correio e Telecomunicações (MTCT) para clarificar o ambiente normativo
- auxiliou o MTCT no desenvolvimento e formulação da política de tarifas, baseado na metodologia de teto de preço;
- assessorou o MTCT e a Telkom para implementar uma Obrigação de Serviços Universal, baseado em metas de desempenho;
- recomendou que o MTCT concedesse à Telkom um período de exclusividade em serviços locais e à distância.

■ Executou "due diligence" extensiva para compreender e vender a história da Telkom
- Telkom e suas afiliadas e subsidiárias;
- ministérios e órgãos normativos indonésios;
- fornecedores de serviços de telecomunicação indonésios.

■ Elaborou um prospecto de oferta que era propício para o marketing e também abrangente

- elaborou, arquivou e enviou todos os prospectos dentro do cronograma estabelecido;
- elaborou "Pink Herring" preliminar para avaliar a desenvolver a demanda durante o processo de pré-marketing;
- reagiu a desenvolvimentos positivos tardios na fase de marketing recolocando em circulação um prospecto revisado.

■ Orquestrou a execução simultânea da oferta pública inicial e de cinco alianças estratégicas
- manteve um fluxo constante de informações para o mercado;
- evitou alavancagens de negociação indevidas pelos investidores de KSO, mantendo um processo de IPO transparente;
- foi rigorosamente fiel ao cronograma predeterminado.

■ Preparou e executou a estrutura de oferta global que beneficiou a Telkom e o MF
- coordenação de ofertas internas e internacionais simultâneas;
- definiu claramente o cronograma de oferta e eventos principais;
- negociou o tamanho da oferta global e cada colocação parcial para satisfazer os objetivos políticos.

■ Produziu uma análise de avaliação intensa para o governo e a Telkom
- auxiliou no desenvolvimento de um modelo de projeção financeira abrangente;
- forneceu diversas análises de avaliação, utilizando várias metodologias de avaliação;
- destacou metodologias utilizadas por investidores institucionais para avaliar empresas internacionais de telecomunicações.

■ Desenvolveu e executou uma estratégia de marketing global
- recomendou e planejou o "roadshow" global do país, envolvendo representantes do alto escalão do MF;
- planejou visitas dos sindicatos e analistas de pesquisa à Indonésia;
- orquestrou reuniões de pré-marketing com os principais investidores institucionais objetivados globalmente;
- trabalhou intimamente com os agentes colocadores da Indonésia para desenvolver incentivos de marketing nacionais.

Ambiente Normativo

■ Executou uma avaliação extensiva do ambiente normativo de telecomunicações da Indonésia para o governo e a Telkom
- contratou advogados internacionais de telecomunicações para analisar criticamente as leis e normas de telecomunicações para determinar os pontos fortes e fracos do setor;
- fez uma pesquisa de opinião seletiva com investidores internacionais para determinar e compreender suas preocupações sobre o ambiente normativo de telecomunicações indonésio.

■ Forneceu ao MTCT e à Telkom comparações abrangentes com outros ambientes normativos internacionais

- descreveu os elementos chave de outras estruturas normativas de telecomunicações internacionais;
- forneceu uma comparação das estruturas normativas em recentes ofertas de ações por empresas de telecomunicações.

■ Formulou várias recomendações, baseado na avaliação do setor e expectativas de investidores internacionais.

■ Recomendou as seguintes propostas específicas ao MTCT para aumentar a negociabilidade da Telkom

- fornecer à Telkom um período de exclusividade nos serviços locais e à distância;
- esclarecer a Obrigação de Serviços Universal da Telkom em termos de cobertura geográfica e telefones públicos para minimizar o impacto financeiro;
- implementar uma política tarifária baseado em uma fórmula de teto de preço (índice de inflação - x%) para oferecer visibilidade de rendimento e permitir futuros ganhos de eficiência.

■ Forneceu linguagem específica para os decretos e normas novos/emendados.

■ Trabalhou intimamente com o MTCT e a Telkom para assegurar a implementação adequada das recomendações.

"Due Diligence"

■ Sessões de "due diligence" são necessárias por várias razões

- desenvolver a compreensão e informações preliminares necessárias para elaborar o prospecto da oferta;
- satisfazer as obrigações legais como agente colocador;
- compreender a estratégia futura da empresa e oportunidades de crescimento potencial;
- identificar quaisquer questões de marketing potencial durante o processo de transação.

■ Houve várias reuniões de "due diligence" durante um período de seis meses com

- Telkom e suas afiliadas e subsidiárias;
- MF, MTCT e outros órgãos governamentais;
- auditores da Telkom;
- consórcio de KSO.

■ O processo de "due diligence" intenso e abrangente, conduzido na fase inicial da transação, permitiu uma compreensão apropriada da história da Telkom para elaborar o prospecto que transmitiu esta história aos investidores.

Marketing

■ O marketing exigiu um gerenciamento rigoroso dos consultores financeiros para um tratamento das questões:

- complexidade das KSOs;
- grande tamanho da oferta no mercado nacional;
- desenvolvimento do ambiente normativo;
- mercado de ações de telecomunicações fraco e oferta significativa de ações de telecomunicações.

■ Desenvolveu um programa de marketing abrangente, semelhante ao da Indosat, para vender aos investidores a história da Indonésia e da Telkom

- "Roadshow" do país: "Roadshow" para oferecer um fórum para os investidores internacionais aprenderem mais sobre a Indonésia e o processo de privatização;
- reuniões em Jacarta com analistas de pesquisa de ações e membros dos sindicatos;
- pré-marketing: mais de 600 instituições fora dos E.U.A. foram contatadas para "pré-negociar" as ações da Telkom antes da circulação do prospecto "Red Herring" (versão quase definitiva do prospecto);
- "Roadshow" da oferta: duas equipes de executivos da Telkom foram utilizadas para maximizar o número de investidores contatados. Mais de 650 investidores compareceram a 143 apresentações e reuniões.

Análise do mercado secundário

■ Condições de mercado difíceis persistiram durante o período de marketing e de formação do registro de oferta e procura ("book-building")

- extenso calendário futuro de telecomunicações: previsão de mais de US$ 25 bilhões a serem oferecidos em ações de telecomunicações nos 18 meses seguintes à oferta da Telkom;
- Tambang Timah, a mais recente oferta indonésia concluída, sofreu grande rotatividade no mercado interno e enfraquecimento do preço.

■ "Underwriters" recomendaram uma reestruturação da transação na fase adiantada do período de "book-building" para dimensionar adequadamente o tamanho da transação para satisfazer a demanda internacional e assegurar um desempenho de peso no mercado secundários.

Lições cruciais para privatizações de outros países em desenvolvimento

■ Importância de dimensionar adequadamente a colocação parcial no mercado interno para satisfazer os objetivos políticos sem prejudicar a transação.

■ Importância de esclarecer o ambiente normativo antes de proceder com a oferta de ações internacional.

Anexo F
Análise de precedentes de privatização

Anexo F
Análise de precedentes de privatização

Introdução

Esta seção tem a finalidade de fornecer ao Ministério uma visão geral das transações anteriores, semelhantes às consideradas na reestruturação e privatização da TELEBRÁS. Os estudos de casos aqui expostos cobrem todos os tipos de transações, desde a estrutura de oferta pública das ofertas de ações da British Telecom, às combinações de vendas estratégicas e ofertas públicas adotadas na América Latina até a venda pura de ações puramente estratégica da Telecom Eireann.

O estudo de cada caso oferece:

- uma visão geral da transação envolvida;
- os objetivos do governo na venda de sua participação;
- a estrutura normativa em funcionamento;
- a metodologia de privatização utilizada; e
- uma rápida avaliação qualitativa da privatização.

A seção se divide em três partes, cada uma contendo estudos de casos de metodologias semelhantes de privatização. A primeira parte cobre diversas transações na América Latina de comparação mais fácil; por exemplo, uma venda estratégica seguida por ofertas de ações ao público. A segunda parte apresenta exemplos de uma venda puramente estratégica ou estratégia de oferta pública de ações. A parte final aborda duas estruturas BOT (construir, operar e transferir) realizadas na Indonésia e na Tailândia.

A tabela a seguir apresenta um resumo das transações descritas nesta seção:

Resumo dos estudos de casos

	Venda estratégica/ combinação de capital	Venda estratégica	Oferta pública	Estruturas BOT
Argentina	■			
Chile	■			
México	■			
Nova Zelândia	■			
Peru	■			
Venezuela	■			
Irlanda		■		
Reino Unido			■	
Indonésia				■
Tailândia				■

Vendas seqüenciais a parceiros estratégicos e ofertas públicas

Argentina

Objetivos principais

- aumentar a eficiência e a penetração da rede local de serviços;
- abrir o mercado de telecomunicações e eliminar subsídios cruzados;
- atrair investimento direto estrangeiro;
- fomentar o programa de privatização nacional;
- maximizar receitas para reduzir o déficit do setor público e o déficit externo através de conversões dívida-capital próprio.

Estrutura setorial

- monopólio de serviços básicos locais dividido entre duas empresas: Telecom Argentina ("Telecom"), no norte e Telefónica de Argentina ("Telefónica"), no sul;
- serviços interurbanos nacionais e internacionais oferecidos pela Telintar, com capital igualmente dividido entre a Telecom e a Telefónica.

Estrutura regulatória

- período de exclusividade de sete anos concedido para serviços básicos e longa distância, com opção de renovação por mais três anos, mediante o cumprimento de metas especificadas para instalação de linhas e eficiência de sistemas;
- tarifas básicas estabelecidas inicialmente na época da privatização, posteriormente definidas por um mecanismo de preços máximos com base em CPI (Índice de Preços ao Consumidor);
- a CNT monitora o cumprimento do estabelecido nas concessões e soluciona conflitos entre as empresas, mas não define tarifas.

Metodologia da privatização

- divisão da ENTEL em duas empresas: a Telecom Argentina (território de serviços do norte mais 50% de Buenos Aires) e a Telefónica de Argentina (território de serviços do sul mais 50% de Buenos Aires);
- venda estratégica de 60% em 1990; oferta pública de 30% em 1991/1992; distribuição de 10% aos funcionários em 1992;
- processo de licitação em duas etapas: pré-qualificação de licitantes, seguida pela comparação de propostas;

■ sete licitantes pré-qualificados, mas apenas três ofertas, uma das quais (Bell Atlantic) retirou-se após a vitória da Telefónica;
■ a Cointel, liderada pela Telefónica de España, adquiriu 60% da Telefónica pelo total de US$3,0 bilhões (incluindo parte assumida da dívida);
■ a Nortel, liderada pela STET e pela France Cable et Radio, adquiriu 60% da Telecom pelo total de US$2,6 bilhões (incluindo parte assumida da dívida);
■ os 30% da participação do governo na Telefónica e na Telecom foram vendidos ao público por US$0,8 bilhões e US$1,3 bilhões em 1991 e 1992, respectivamente.

Pontos positivos

■ o período de exclusividade e a revisão de tarifas promoveu o interesse do investidor e melhorou o valor de mercado;
■ o governo recebeu o total de US$7,6 bilhões;
■ melhorias posteriores na penetração e na qualidade;
■ a privatização foi completada em apenas quatorze meses;
■ ajudou a desenvolver o mercado de capitais e a Bolsa de Valores local;
■ distribuição de direito de propriedade aos funcionários.

Pontos negativos

■ estrutura mal definida para tarifas, interconexão e concorrência;
■ o processo de licitação não transparente e a estrutura normativa instável inibiu 50% dos licitantes pré-qualificados, diminuindo o poder de barganha do Governo da Argentina;
■ órgão regulador fraco com mandato limitado e recursos insuficientes.

Chile

Objetivos principais

■ promover superávits de caixa para diminuir o déficit do setor público e reduzir participação do estado;
■ desenvolver mercados locais de capitais.

Estrutura setorial

■ o setor foi aberto para criar competitividade, melhorar a qualidade do serviço e reduzir tarifas;
■ o serviço telefônico local é dominado pela CTC, enquanto o serviço interurbano doméstico e internacional é fornecido pela ENTEL.

Estrutura regulatória

■ as tarifas são reguladas pela Subsecretaria de Telecomunicações; com o objetivo de prover um retorno programado no investimento, garantindo, ao mesmo tempo, a expansão e eficiência da rede;

■ um sistema multiconcessionário permite que a concorrência determine as tarifas mais baixas de longa distância na região;
■ a concessão de novas licenças de telefonia local está aumentando a concorrência no mercado;
■ a CTC tem autorização para dominar apenas 35% do mercado de interurbano nacional e 20% do mercado interurbano internacional.

Metodologia da privatização

■ a ENTEL, concessionária de ligações de longa distância, e a CTC, fornecedora dos serviços de telefonia local, foram privatizadas gradualmente na década de 1980;
■ a privatização da CTC foi iniciada com a criação de um programa de participação de funcionários no capital, em março de 1987;
■ uma participação de 51% na CTC foi oferecida, numa licitação internacional, em 1990, com a exigência de que o comprador investisse acima de US$200 milhões num programa de expansão de linhas telefônicas;
■ a licitação pela CTC foi vencida por Alan Bond, um investidor australiano, que vendeu suas ações para a Telefónica Internacional de España por US$392 milhões;
■ um adicional de 12,1% de ações da CTC foi vendido em oferta pública, em julho de 1990, pelo total de US$89 milhões;
■ em julho de 1989, uma participação de 20% na ENTEL foi vendida para a Telefónica de España e para o Banco de Santander (10% cada) por US$28 milhões. Em 1990, a Telefónica de España adquiriu mais 10% de participação na ENTEL;
■ esta compra fez com que a Telefónica se tornasse a maior acionista individual no setor de telecomunicações chileno. Em 1993, a Corte Suprema chilena decidiu que a Telefónica teria que escolher entre vender sua participação (na época) de 44% na CTC ou seus 20% de controle na ENTEL. Em outubro de 1994, a Telefónica vendeu sua participação na ENTEL para a Samsung, empresa da Coréia do Sul na área de eletrônica.

Pontos positivos

■ o sistema multiconcessionário foi bem sucedido ao introduzir concorrência, obtendo-se tarifas baixas para longa distância;
■ o Chile tem uma das redes mais eficientes e altamente digitalizadas da região.

Fraquezas

■ o domínio da CTC no mercado local de telefonia (94% de participação) dificulta a entrada de novos concorrentes;
■ a abertura rápida do mercado de interurbano resultou em guerras de preços, com efeitos significativos no valor de mercado das concessionárias de longas distâncias.

México

Objetivos principais

- atrair investimentos estrangeiros;
- melhorar a performance do setor de telecomunicações;
- reduzir a dívida nacional.

Estrutura setorial

- as áreas de telecomunicações de longa distância nacional e internacional estão em processo de liberalização; entretanto, continuam dominadas pela Telmex.
- serviços locais de telefonia e de valor agregado abertos para a concorrência, mas dominados pela Telmex.

Estrutura regulatória

- a Telmex deteve o monopólio contínuo dos serviços de longa distância nacionais e internacionais até 1996;
- as tarifas e taxas telefônicas são definidas pela Secretaria de Comunicações e Transportes (SCT);
- metas específicas a serem atingidas nos serviços rurais, densidade de telefonia pública, tempo de espera para novas conexões e na qualidade dos serviços de manutenção.

Metodologia da privatização

- o governo concentrou o poder de voto em 40% das ações da Telmex, reduzindo a porcentagem de participação que permite o controle por um investidor de 51% para 20,4%;
- consórcio controlado por mexicanos, com participação máxima estrangeira de 49%, qualificada para concorrer no bloco de 20,4%;
- foram recebidas ofertas do Grupo Carso, Southwestern Bell, e da France Cables Radio (France Telecom) de US$1.758 milhões; da Acciones y Valores, Telefónica Internacional de España e da GTE de US$1.687,2 milhões, e do Gentor Group de US$700 milhões;
- a oferta vencedora do Grupo Carso consistiu de US$975 milhões a serem pagos imediatamente, US$759 milhões em seis meses e US$26 milhões em dividendos recebidos sobre ações adquiridas em seis meses;
- o governo vendeu 4,4% da Telmex para o sindicato de trabalhadores;
- em maio de 1991, o governo mexicano vendeu uma participação de 16,5% na Telmex, em uma oferta pública de ações interna e internacional de US$2,2 bilhões; a isto se seguiu uma segunda venda internacional e interna de mais 5% em maio de 1992, levantando receitas de US$1,9 bilhões.

Pontos positivos

- a Telmex foi uma oportunidade de investimento atrente, por ter sido uma empresa lucrativa com demanda reprimida e enorme potencial de crescimento;

■ adoção de limites para investimentos estrangeiros, elaborada através da recapitalização e da criação de diversos tipos de ações;
■ a venda estratégica, seguida por duas ofertas públicas globais, permitiu que os investidores estratégicos e governo realizassem valor adicional.

Fraquezas

■ as obrigações e concessões de serviços para sindicatos prejudicaram o objetivo da venda da Telmex pelo maior preço possível;
■ os investidores estrangeiros tiveram que aceitar a parceria secundária em um consórcio liderado por parceiros locais, sem especialização técnica em telecomunicações;
■ órgão normativo fraco, com pouca especialização.

Nova Zelândia

Objetivos principais

■ aumentar a concorrência na oferta de serviços básicos e de valor agregado;
■ liberar o setor de telecomunicações do controle governamental para incentivar a concorrência e estimular o investimento privado;
■ permitir que as tarifas telefônicas sejam definidas por um ambiente de mercado competitivo e não pela regulamentação.

Estrutura setorial

■ o governo possuía uma "participação privilegiada" que permitia poder de veto sobre decisões estratégicas importantes, afetando a New Zealand Telecom;
■ a New Zealand Telecom tinha uma concessão ilimitada para fornecimento de serviços de telecomunicações.

Estrutura regulatória

■ em 1989 o governo encerrou o monopólio da New Zealand Telecom para fornecimento de serviços de rede;
■ atualmente as telecomunicações estão completamente liberadas do controle governamental, sem restrições à entrada de qualquer número de concorrentes;
■ não há necessidade de obter aprovação para mudança de tarifas;
■ não existe autoridade normativa e o setor de telecomunicações está sujeito às leis gerais de concorrência.

Metodologia da privatização

■ todo o patrimônio da NZT foi vendido para um consórcio em 1990. Esta participação será reduzida a menos de 50% por uma oferta pública;
■ foram recebidas ofertas da Bell Atlantic, Ameritech e FRF para 100% do patrimônio e da Southwestern Bell e OTC para 49,9% do patrimônio;

■ o consórcio vencedor (Bell Atlantic, Ameritech e FRF) pagou US$2,46 bilhões por 100% das ações da New Zealand Telecom e assumiu o risco de passar sua participação combinada para 49,9% em 1994;
■ o percentual de participação do consórcio no patrimônio foi reduzido pela oferta ao público de 51% da NZT em duas ofertas: em julho de 1991 e em setembro de 1993, no valor total de US$965 milhões;
■ em julho de 1991 houve a primeira oferta pública de ações da New Zealand Telecom. Em março de 1993, a Bell Atlantic vendeu 13,5% de sua participação (ou 4,6% da empresa) por NZ$279 milhões. Em julho de 1993, a Ameritech vendeu mais 9,2% da empresa, reduzindo seus investimentos na New Zealand Telecom para 24,95% em uma venda privada de US$310 milhões para investidores americanos. Finalmente, em setembro de 1993, mais 4,6% foi vendido pela Ameritech para investidores privados americanos.

Pontos positivos

■ facilitou o aparecimento de uma estrutura viável de concorrência no setor de telecomunicações da Nova Zelândia;
■ tarifas de chamadas domésticas foram reduzidas em 42% de 1986 a 1991, beneficiando consumidores;
■ ajudou a desenvolver os mercados locais de capitais.

Pontos negativos

■ controle significativo do governo pode ser exercido sobre decisões estratégicas através de uma "Golden Share".

Peru

Objetivos Principais

■ incentivar a concorrência, levando à redução nas tarifas e melhorias na qualidade dos serviços;
■ fornecer receitas de caixa para o governo;
■ ampliar a capitalização do mercado local de capitais e aumentar as oportunidades de investimentos;
■ melhorar as telecomunicações, através da prática e experiência de um operador de renome internacional;
■ maximizar a contribuição do setor de telecomunicações para a economia nacional.

Estrutura setorial

■ mercados de telecomunicações local e de longa distância a serem abertos à concorrência em 1999;
■ concorrência no mercado celular entre a Telefônica do Peru e a Tele2000.

Estrutura regulatória

■ duas empresas estatais de telefonia, a ENTEL e a CPT, se uniram para formar a Telefônica do Peru;

■ a Telefónica do Peru recebeu o direito de oferecer serviços de telefonia local e de longa distância nacional e internacional com exclusividade até 1999 e sem exclusividade até 2014;
■ a autoridade regulatória, a OSIPTEL, garante o atendimento dos requisitos de serviço durante o período de exclusividade;
■ um mecanismo de revisão de tarifas define os preços em níveis que refletem os custos verdadeiros dos serviços oferecidos e elimina subsídios cruzados;
■ um mecanismo de limites superiores de preços em uma cesta de serviços controla o aumento nas tarifas definido pelo operador.

Metodologia da privatização

■ foram recebidas ofertas da Telefónica Internacional da Espanha, no valor de US$2.002 milhões, da Southwestern Bell e Korea Telecom, de US$857 milhões, e da GTE, de US$803 milhões;
■ 35% da Telefónica do Peru foi vendida para a Telefónica Internacional de España por US$2,0 bilhões em julho de 1994;
■ no pagamento estava previsto um contrato de gestão;
■ a participação restante do governo foi vendida para investidores institucionais e varejistas internos e internacionais em julho de 1996;
■ os funcionários da Telefónica do Peru adquiriram 9% do total das ações.

Pontos positivos

■ o programa de privatização foi projetado para atrair investidores estratégicos de alta qualidade, bem como para maximizar a receita do Governo;
■ a Telefónica do Peru ofereceu uma oportunidade atraente de investimentos, devido ao grande potencial para atendimento da demanda, melhoria da eficiência e crescimento das receitas.

Pontos negativos

■ custo elevado dos serviços desestimulou investidores.

Venezuela

Objetivos principais

■ crescimento acelerado do sistema nacional de telecomunicações, sem permanentes subsídios do governo;
■ garantir o suporte político para venda, através da condução de um processo de privatização completamente transparente;
■ maximizar o valor para o governo a longo prazo.

Estrutura setorial

■ a CANTV tem uma concessão de 30 anos, além do monopólio exclusivo de nove anos nos serviços básicos e nos de longa distância nacional e internacional;

■ os serviços celulares, as linhas privadas e os serviços e equipamentos de informação estão abertos à concorrência.

Estrutura regulatória

■ a CONATEL controla uma estrutura de tarifas de preço máximo;
■ o contrato de concessão inclui metas de performance de serviços a ser atingido;
■ sistema de limite de preço máximo ("price cap"), com base em ajustes trimestrais, de acordo com a inflação. O sistema se baseia em três cestas de serviços e apesar de diferentes serviços desta cesta poderem receber preços diferenciados, o preço de cada cesta só poderá, no total, subir de acordo com a inflação. Desde janeiro de 1997, o limite superior da taxa é definido em RPI-3%.

Metodologia da privatização

■ a pré-qualificação com base em padrões financeiros e técnicos rigorosos fez com que se chegasse a oito licitantes: Ameritech, Bell Atlantic, Bell Canada, GTE, France Telecom, U S WEST, NTT e Southwestern Bell;
■ dois consórcios surgiram dos grupos pré-qualificados: Bell Atlantic, Bell Canada, Italcable, NT&T, Banco Provincial, Finalven e Organizacion Diego Cisneros; e GTE, Telefônica da Espanha, AT&T, Eletricidade de Caracas e Consorcio Inverisionista Mercantil Cima;
■ o processo de licitação foi do tipo leilão de concorrência, com negociações pré-licitação para padronizar a documentação e definir o preço a ser avaliado na apresentação única final;
■ duas ofertas foram apresentadas: a do consórcio GTE/EDC por US$1,89 milhões, pagamento à vista mais a absorção do débito de US$125 milhões da CANTV; e a do consórcio Bell Atlantic/Cisneros por US$1,4 bilhões;
■ a CANTV vendeu 40% da sua participação e o controle majoritário de votação para a GTE, AT&T e Telefônica da Espanha;
■ venda estratégica para um consórcio de empresas internacionais e nacionais que assumiriam a responsabilidade gerencial e financeira de expansão da rede;
■ um plano de aquisição de ações pelos funcionários significou a venda de 11% das ações;
■ o governo manteve a posse de 49% do patrimônio;
■ nova venda ao público foi executada, através de uma oferta internacional de ações encerrada em novembro de 1996.

Pontos positivos

■ levantou US$1,9 bilhões para o governo;
■ o processo de venda a parceiro estratégico terminou em seis meses;
■ a CANTV investiu e expandiu o sistema além da das suas obrigações contratuais.

Pontos negativos

■ a revisão da estrutura normativa ameaçou inviabilizar o processo de privatização.

Vendas exclusivas de ações a parceiro estratégico e oferta pública

Irlanda

Objetivos principais

■ desenvolver o mercado nacional de telecomunicações e prover acesso a áreas de produtos em rápido crescimento;
■ compensar o passivo de £Ir 250 milhões para o fundo de pensão da Telecom Irlandesa.

Estrutura setorial

■ a Telecom Irlandesa tem um monopólio exclusivo nos serviços de telecomunicação local, interurbana e internacional;
■ o mercado de celulares está aberto à concorrência; as licenças foram concedidas em 1996.

Estrutura regulatória

■ a liberalização completa do mercado de telecomunicações ocorrerá no ano 2.000, seguindo-se uma concessão de dois anos, de acordo com a extensa diretiva EU para liberalização dos setores de telecomunicação.

Metodologia da privatização

■ a KPN/Telia pagará £Ir183 milhões (US$115 milhões) para uma participação inicial de 20%, com opção de pagamento, em três anos, de mais £Ir200 milhões por mais 15%, quando todos os lucros serão divididos na proporção 40/60 entre a KPN/Telia e o governo.

Pontos positivos

■ a estrutura de pagamento especial permite que o governo se aproprie do aumento de valor da Telecom Irlandesa;
■ a estrutura de liberalização da EU (União Européia) permite um ajuste estrutural antes de enfrentar uma concorrência na EU;

■ a aliança estratégica com a KPN/Telia permite o acesso da Telecom irlandesa na Unisource.

Pontos negativos

■ a Irlanda enfrenta uma situação sindical complicada;
■ a retirada das empresas americanas do processo de licitação reduziu o nível de receitas para o Governo.

Reino Unido

Objetivos principais

■ cumprir o programa governamental de privatização para reduzir o papel do estado no setor privado;
■ obter investimentos externos para modernizar a rede e reduzir a demanda não atendida;
■ incentivar inovações no setor de comunicações, aumentar as opções dos clientes e melhorar o crescimento econômico em geral, através da concorrência gerenciada e regulamentação de preços;
■ minimizar o risco através da adoção de uma abordagem cautelosa, por etapas, para a privatização e o desenvolvimento da concorrência;
■ aumentar a participação da população em geral na propriedade de empresas nacionais privatizadas.

Estrutura setorial

■ serviços locais e serviços interurbanos nacionais e internacionais em duopólio entre a British Telecom e a Mercury, de 1984 a 1991;
■ maior liberalização permitiu maior concorrência em infra-estrutura depois de 1991;
■ é solicitado da British Telecom o fornecimento de serviços universais e a habilitação de qualquer operador licenciado para conectar em sua rede.

Estrutura regulatória

■ a British Telecom e a Mercury obtiveram uma licença renovável de 25 anos para operar uma rede digital nacional e internacional;
■ autoridade normativa, a OFTEL (Office of Telecommunications, "Escritório de Telecomunicações"), supervisiona o cumprimento das normas de licenciamento e estabelece um fator X para os limites de preços máximos;
■ o OFTEL também criou a "taxa de déficit de acesso", que devia ser cobrada de concorrentes da BT para compensá-la por ser a única provedora de serviços universais.

Metodologia da privatização

■ o governo vendeu uma participação de 51% da British Telecom em 1984, em oferta pública, por £3,9 bilhões, após a adoção da Lei de Telecomunicações;

■ em dezembro de 1991, o governo vendeu mais 27% de participação na British Telecom por £5,5 bilhões, e os 22% restantes em 1993, por £5,0 bilhões.

Pontos Positivos

■ a capacidade do operador e o objetivo do governo de aumentar a participação do público no mercado acionário levou à decisão de executar uma oferta pública de ações;
■ a operação é mais cuidadosa e eficiente, com melhorias contínuas na qualidade dos serviços aos clientes;
■ o lançamento de ações levantou £14,4 bilhões e expandiu substancialmente o mercado interno de ações.

Pontos negativos

■ a abordagem para a política de preços e de marketing da privatização foi cautelosa em demasia e durou mais de dez anos;
■ a abordagem original de interconexão permitiu que a British Telecom usasse durante vários anos táticas para evitar a oferta de serviços pela Mercury.

Estruturas de construção, operação e transferência (BOT)

Indonésia

Objetivos principais

- desenvolver o mercado de capitais da Indonésia e aumentar a participação interna;
- aumentar a acessibilidade, aceitabilidade e qualidade dos serviços de telecomunicações;
- liberalizar a participação no setor de telecomunicações;
- atrair investimentos diretos estrangeiros e tecnologia operacional;
- maximizar receitas da venda de ações da Telkom.

Estrutura setorial

- a Telkom é a principal fornecedora de serviços de telecomunicações na Indonésia, prestando serviços de telefonia local e interurbana;
- a Telkom também fornece os serviços móvel celular, de comunicação de dados e de "leasing" de linhas;
- os serviços internacionais são fornecidos exclusivamente pela Indosat.

Estrutura regulatória

- a Telkom tem o direito exclusivo de fornecer serviços fixos com fios e sem fios em todo o país, durante 15 anos;
- a Telkom tem o direito exclusivo de fornecer serviços interurbanos em todo o país durante 10 anos, pelo menos;
- a Indosat tem o direito exclusivo de fornecer serviços internacionais e opera em coordenação com cinco operadoras internacionais de telecomunicações, através de estruturas de participação nos lucros, durante 15 anos;
- o setor é regulado pelo Ministério do Turismo, Portos e Telecomunicações (MTPT), que desenvolveu a estrutura de tarifas e obrigações de serviços universais com base nas metas de performance;
- estruturas BOT (conhecidas como KSO neste caso) foram usadas para atrair investimento e tecnologia estrangeira no desenvolvimento da rede. Neste esquema, cada operador KSO é responsável pela construção e operação da rede de telefonia até o ano 2010 para a PT Telkom. A operadora estrangeira paga 1,0% da receita ao governo e é obrigada a fornecer serviços universais, com pelo menos 20% do capex anual dedicado ao desenvolvimento das telecomunicações nas áreas rurais. Além disso, o operador KSO garante o cumprimento de metas de crescimento anual e as metas de performance.

Metodologia da privatização

■ oferta pública de US$1,6 bilhões em 30 milhões de ADS e de 1.167 milhões de ações ordinárias listadas nas Bolsas de valores de Nova York, Londres e Jakarta;
■ a estrutura KSO aumentou as receitas iniciais para o governo, bem como garantiu uma entrada contínua de receita através das taxas anuais de licença pagas pelos cinco operadores regionais. Além disso, as KSOs devem empregar os funcionários da PT Telkom em cada região.

Pontos positivos

■ uma das maiores privatizações na área de telecomunicações na Ásia, levantando US$750 milhões para o governo e US$840 milhões para a Empresa;
■ execução bem sucedida da combinação entre oferta pública e estrutura BOT, atraindo cinco operadoras internacionais para desenvolver cinco das sete divisões regionais da Telkom.

Pontos negativos

■ o enorme programa de operações planejadas para o setor de telecomunicações criou condições difíceis de mercado durante o período de marketing e de vendas de ações utilizando processo de "book-building";
■ a falta de transparência do ambiente normativo prejudicou a oferta internacional de ações.

Tailândia

Objetivos principais

■ expandir a cobertura da rede, reduzir a lista de espera e aumentar a penetração de linhas;
■ financiar a expansão imediata da rede através de concessões e utilização de dispositivos de participação nos lucros para atrair o ingresso de capitais estrangeiros e tecnologia, ao mesmo tempo mantendo o nível de controle na empresa e o controle das instalações;
■ obter maior flexibilidade e potencial para investimentos locais no setor de telecomunicações.

Estrutura setorial

■ monopólio entre operadoras estatais: a TOT no serviço interno e a CAT no internacional;
■ os serviços de valor agregado e os equipamentos das instalações do cliente foram liberados.

Estrutura regulatória

■ a TOT e a CAT continuam a desempenhar funções operacionais e regulatórias, além de definir tarifas para os outros operadores contratados, a TelecomAsia e a Thailand Telegraph & Telephone.

Metodologia da privatização

■ em 1991, foi concedida à TelecomAsia uma concessão de 25 anos para o planejamento, instalação, operação e manutenção de 2 milhões de linhas telefônicas em Bangkok, tendo a NYNEX como parceira estratégica. A TelecomAsia paga à TOT 16% das receitas brutas;
■ em 1992, foi concedida à Thai Telephone and Telecommunications (TT&T), uma concessão de 25 anos para instalação de 1 milhão de linhas nas áreas rurais, segundo a qual a TOT receberá 43,1% do lucro bruto, acrescido de uma taxa anual;
■ também foram concedidas concessões em 1990 para a Shinawatra e para a Singapore Telecom para fornecer serviços de dados e para a Shinawatra construir uma rede de "pagers" digitais, bem como um sistema nacional de satélite.

Pontos positivos

■ a estrutura BOT facilitou a entrada rápida de capital em regiões subdesenvolvidas, através de operadoras internacionais;
■ foi empregada tecnologia estrangeira na construção da rede local e celular.

Pontos negativos

■ o ambiente regulatório não está elaborado de maneira clara;
■ a estrutura BOT apresentou problemas devido à instabilidade política em 1991, forçando o abandono de uma concessão telefônica para todo o país.

Anexo G
Análises suplementares

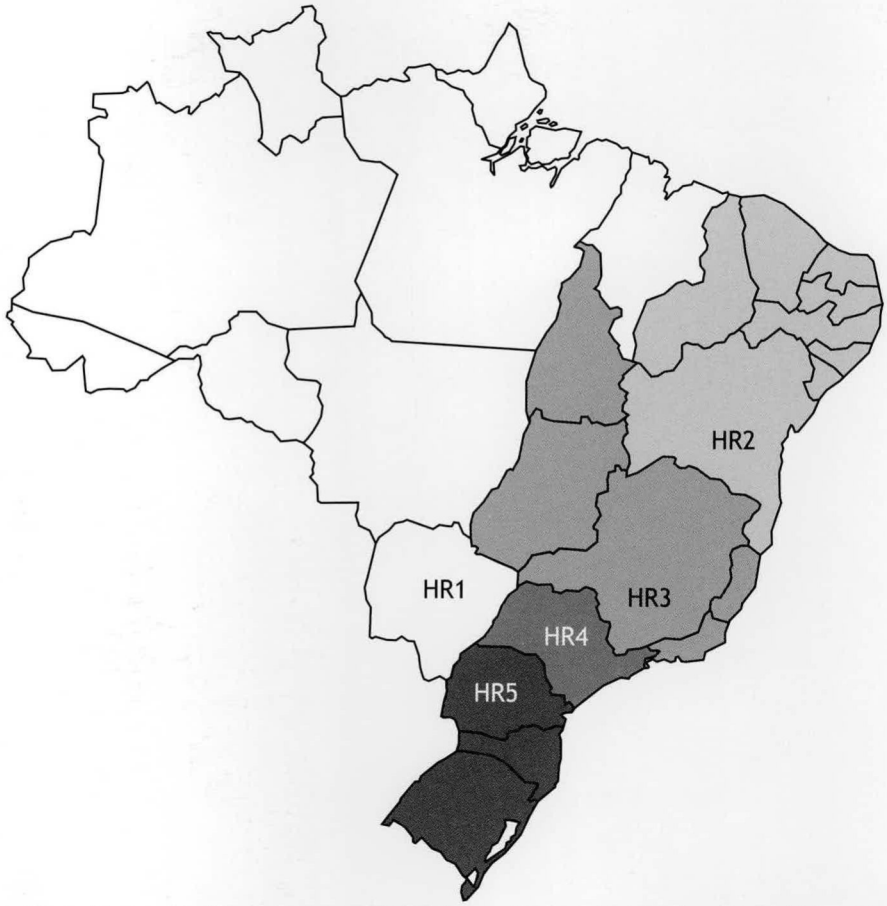
Modelo 3A

Modelo 3B

Modelo 4A

Modelo 4B

Modelo 5A



Modelo 5B

		Dados macroeconômicos			Dados operacionais				
		População da área de serviço	PIB per capita (1994)	Domicílios (com renda acima de 3 sal. mínimos) (1994)	Demanda residencial não-atendida (1994)	Nº de linhas fixas em serviço (1995)	Taxa de crescimento médio acumulado do nº de linhas fixas (94 - 96)	Penetração linhas fixas (1995)	Penetração linhas móveis (1995)
Modelo 5A	Regional 1	17.968.300	1.867	1.115.003	60%	716.433	15,3%	3,99	0,54
	Regional 2	39.914.643	1.544	2.545.410	60%	1.628.905	14,5%	4,08	0,63
	Regional 3	38.377.611	3.462	5.870.505	58%	3.817.978	10,0%	9,95	0,98
	Regional 4	32.845.741	4.672	6.128.631	54%	4.537.381	9,3%	13,81	1,29
	Regional 5	15.475.555	3.590	2.316.118	64%	1.381.875	10,4%	8,93	0,87
Modelo 5B	Regional 1	27.106.536	2.354	2.334.591	57%	1.714.672	17,0%	6,33	0,91
	Regional 2	39.914.643	1.544	2.545.410	60%	1.628.905	14,5%	4,08	0,63
	Regional 3	31.179.917	3.483	4.891.620	59%	2.984.210	7,6%	9,57	0,76
	Regional 4	32.845.741	4.672	6.128.631	54%	4.537.381	9,3%	13,81	1,29
	Regional 5	13.535.013	3.629	2.075.415	65%	1.217.404	10,1%	8,99	0,93
Modelo 4A	Regional 1	25.165.994	2.295	2.093.888	56%	1.550.201	17,4%	6,16	0,94
	Regional 2	71.094.560	2.418	7.437.030	60%	4.613.115	10,0%	6,49	0,69
	Regional 3	32.845.741	4.672	6.128.631	54%	4.537.381	9,3%	13,81	1,29
	Regional 4	15.475.555	3.590	2.316.118	64%	1.381.875	10,4%	8,93	0,87
Modelo 4B	Regional 1	27.106.536	2.354	2.334.591	57%	1.714.672	17,0%	6,33	0,91
	Regional 2	71.094.560	2.418	7.437.030	60%	4.613.115	10,0%	6,49	0,69
	Regional 3	32.845.741	4.672	6.128.631	54%	4.537.381	9,3%	13,81	1,29
	Regional 4	13.535.013	3.629	2.075.415	65%	1.217.404	10,1%	8,99	0,93
Modelo 3A	Regional 1	66.203.478	2.413	6.026.247	61%	3.949.143	14,1%	5,97	0,78
	Regional 2	45.532.631	2.988	5.820.789	59%	3.596.048	8,8%	7,90	0,76
	Regional 3	32.845.741	4.672	6.128.631	54%	4.537.381	9,3%	13,81	1,29
Modelo 3B	Regional 1	40.641.549	2.948	4.410.006	61%	2.932.076	14,1%	7,21	0,92
	Regional 2	71.094.560	2.418	7.437.030	60%	4.613.115	10,0%	6,49	0,69
	Regional 3	32.845.741	4.672	6.128.631	54%	4.537.381	9,3%	13,81	1,29

		Dados financeiros (US$ milhões)					Análise de produtividade e rentabilidade			
		Receita de telefonia local (1995)	Receita de telefonia de longa distância (1995)	Receita de telefonia celular (1995)	Receita líquida de telecom[1] (1995)	Ativos líquidos[1] (1995)	Nº de empregados/ 1000 linhas fixas instaladas (1995)	Receita líquida total / linhas fixas em serviço (1995)	Margem de EBITDA (1995)	Retorno sobre o capital próprio (1995)
Modelo 5A	Regional 1	14%	57%	16%	501.887	1.407.340	5,54	701	57,2%	4,37%
	Regional 2	16%	52%	15%	1.157.912	2.957.893	5,66	711	57,3%	5,99%
	Regional 3	22%	47%	15%	2.398.189	6.023.588	5,89	628	46,2%	1,09%
	Regional 4	20%	51%	14%	2.877.450	9.515.970	4,66	634	55,4%	3,70%
	Regional 5	17%	58%	11%	996.182	2.680.156	5,10	721	52,7%	3,59%
Modelo 5B	Regional 1	16%	53%	16%	1.111.883	3.208.945	4,77	648	59,2%	5,07%
	Regional 2	16%	52%	15%	1.157.912	2.957.893	5,66	711	57,3%	5,99%
	Regional 3	22%	48%	14%	1.897.870	4.504.182	6,47	636	42,3%	Neg
	Regional 4	20%	51%	14%	2.877.450	9.515.970	4,66	634	55,4%	3,70%
	Regional 5	17%	57%	12%	886.505	2.397.956	5,11	728	51,8%	3,56%
Modelo 4A	Regional 1	16%	52%	17%	1.002.207	2.926.745	4,74	647	59,1%	5,20%
	Regional 2	20%	49%	14%	3.055.782	7.462.075	6,16	662	47,9%	2,06%
	Regional 3	20%	51%	14%	2.877.450	9.515.970	4,66	634	55,4%	3,70%
	Regional 4	17%	58%	11%	996.182	2.680.156	5,10	721	52,7%	3,59%
Modelo 4B	Regional 1	16%	53%	16%	1.111.883	3.208.945	4,77	648	59,2%	5,07%
	Regional 2	20%	49%	14%	3.055.782	7.462.075	6,16	662	47,9%	2,06%
	Regional 3	20%	51%	14%	2.877.450	9.515.970	4,66	634	55,4%	3,70%
	Regional 4	17%	57%	12%	886.505	2.397.956	5,11	728	51,8%	3,56%
Modelo 3A	Regional 1	17%	54%	15%	2.700.475	7.355.207	5,12	684	55,6%	4,72%
	Regional 2	21%	49%	13%	2.353.695	5.713.769	6,28	655	45,9%	0,97%
	Regional 3	20%	51%	14%	2.877.450	9.515.970	4,66	634	55,4%	3,70%
Modelo 3B	Regional 1	16%	55%	14%	1.998.388	5.606.901	4,91	682	55,9%	4,42%
	Regional 2	20%	49%	14%	3.055.782	7.462.075	6,16	662	47,9%	2,06%
	Regional 3	20%	51%	14%	2.877.450	9.515.970	4,66	634	55,4%	3,70%

(1) Dados das Demonstrações Financeiras (moeda constante)

		Modelo 3A		
		Regional 1	Regional 2	Regional 3
Dados operacionais	Domicílios (com renda acima de 3 salários mínimos) - 1994	6.026.247	5.820.789	6.128.631
	Linhas de acesso fixas em serviço - 1995	3.949.143	3.596.048	4.537.381
	Tráfego local (mil impulsos) - 1995	16.664.039	18.679.515	23.361.782
	Longa distância nacional (mil minutos) - 1995	6.974.826	5.532.636	7.846.155
	Longa distância internacional (mil minutos) - 1995	59.908	80.957	145.488
	Assinantes de celulares - 1995	516.179	344.455	424.899
	Nº de empregados - 1995	26.229	27.026	25.265
Dados financeiros	Receita do serviço local (mil US$) - 1995	414.461	448.299	521.833
	Receita de longa distância (mil US$) - 1995	1.338.983	1.047.270	1.333.916
	Receita de celular (mil US$) - 1995	365.919	289.958	359.521
	Receita líquida total (mil US$) (1) - 1995	2.700.475	2.353.695	2.877.450
	EBITDA (mil US$) [1] - 1995	1.501.043	1.081.359	1.592.751
	Lucro líquido (mil US$) [1] - 1995	319.874	52.201	328.241
Análise de produtividade e rentabilidade	Nº de empregados / 1000 linhas instaladas - 1995	5,12	6,28	4,66
	Receita líquida total [1] / nº de empregados - 1995	US$ 102,96	US$ 87,09	US$ 113,89
	Linhas fixas em serviço / PIB per capita - 1995	US$ 1.636,47	US$ 1.203,51	US$ 971,20
	Linhas fixas em serviço / 100 habitantes - 1995	5,97	7,90	13,81
	Linhas móveis em serviço / 100 habitantes - 1995	0,78	0,76	1,29
	Receita do serviço local / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 110,61	US$ 128,72	US$118,67
	Receita de longa distância nacional / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 335,29	US$ 268,12	US$ 267,17
	Receita de longa distância internacional / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 22,07	US$ 32,57	US$ 36,18
	Receita líquida total [1] / linhas fixas em serviço - 1995	US$ 683,81	US$ 654,52	US$ 634,17
	Receita de celulares / nº médio de assinantes - 1995	US$ 1.036,54	US$1.120,96	US$1.130,28
	Margem de EBITDA - 1995	55,6%	45,9%	55,4%
	Retorno sobre o capital próprio - 1995	4,7%	1,0%	3,7%
	Retorno sobre o capital empregado - 1995	4,4%	0,8%	3,1%
Dados demográficos	População da área de serviço	66.203.478	45.532.631	32.845.741
	PIB per capita (US$) - 1994	2.413	2.988	4.672

[1] *Demonstrações financeiras*

		Modelo 3B		
		Regional 1	Regional 2	Regional 3
Dados operacionais	Domicílios (com renda acima de 3 salários mínimos) - 1994	4.410.006	7.437.030	6.128.631
	Linhas de acesso fixas em serviço - 1995	2.932.076	4.613.115	4.537.381
	Tráfego local (mil impulsos) - 1995	11.468.110	23.875.444	23.361.782
	Longa distância nacional (mil minutos) - 1995	5.279.559	7.227.903	7.846.155
	Longa distância internacional (mil minutos) - 1995	45.453	95.412	145.488
	Assinantes de celulares - 1995	372.051	488.583	424.899
	Nº de empregados - 1995	18.791	34.464	25.265
Dados financeiros	Receita do serviço local (mil US$) - 1995	303.882	558.878	521.833
	Receita de longa distância (mil US$) - 1995	1.012.560	1.373.693	1.333.916
	Receita de celular (mil US$) - 1995	262.315	393.562	359.521
	Receita líquida total (mil US$) (1) - 1995	1.998.388	3.055.782	2.877.450
	EBITDA (mil US$) [1] - 1995	1.117.321	1.465.082	1.592.751
	Lucro líquido (mil US$) [1] - 1995	227.741	144.334	328.241
Análise de produtividade e rentabilidade	Nº de empregados / 1000 linhas instaladas - 1995	4,91	6,16	4,66
	Receita líquida total [1] / nº de empregados - 1995	US$ 106,35	US$ 88,67	US$ 113,89
	Linhas fixas em serviço / PIB per capita - 1995	US$ 994,69	US$ 1.907,72	US$ 971,20
	Linhas fixas em serviço / 100 habitantes - 1995	7,21	6,49	13,81
	Linhas móveis em serviço / 100 habitantes - 1995	0,92	0,69	1,29
	Receita do serviço local / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 109,51	US$ 125,45	US$118,67
	Receita de longa distância nacional / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 342,39	US$ 278,35	US$ 267,17
	Receita de longa distância internacional / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 22,51	US$ 30,01	US$ 36,18
	Receita líquida total [1] / linhas fixas em serviço - 1995	US$ 681,56	US$ 662,41	US$ 634,17
	Receita de celulares / nº médio de assinantes - 1995	US$ 1.006,69	US$1.120,87	US$1.130,28
	Margem de EBITDA - 1995	55,9%	47,9%	55,4%
	Retorno sobre o capital próprio - 1995	4,4%	2,1%	3,7%
	Retorno sobre o capital empregado - 1995	4,1%	1,7%	3,1%
Dados demográficos	População da área de serviço	40.641.549	71.094.560	32.845.741
	PIB per capita (US$) - 1994	2.948	2.418	4.672

[1] *Demonstrações financeiras*

		Modelo 4A			
		Regional 1	Regional 2	Regional 3	Regional 4
Dados operacionais	Domicílios (com renda acima de 3 salários mínimos) - 1994	2.093.888	7.437.030	6.128.631	2.316.118
	Linhas de acesso fixas em serviço - 1995	1.550.201	4.613.115	4.537.381	1.381.875
	Tráfego local (mil impulsos) - 1995	6.004.032	23.875.444	23.361.782	5.464.078
	Longa distância nacional (mil minutos) - 1995	2.732.365	7.227.903	7.846.155	2.547.194
	Longa distância internacional (mil minutos) - 1995	23.331	95.412	145.488	22.122
	Assinantes de celulares - 1995	237.281	488.583	424.899	134.770
	Nº de empregados - 1995	9.724	34.464	25.265	9.067
Dados financeiros	Receita do serviço local (mil US$) - 1995	150.623	558.878	521.833	153.259
	Receita de longa distância (mil US$) - 1995	474.724	1.373.693	1.333.916	537.836
	Receita de celular (mil US$) - 1995	156.240	393.562	359.521	106.075
	Receita líquida total (mil US$) (1) - 1995	1.002.207	3.055.782	2.877.450	996.182
	EBITDA (mil US$) (1) - 1995	592.318	1.465.082	1.592.751	525.002
	Lucro líquido (mil US$) (1) - 1995	138.588	144.334	328.241	89.153
Análise de produtividade e rentabilidade	Nº de empregados / 1000 linhas instaladas - 1995	4,74	6,16	4,66	5,10
	Receita líquida total (1) / nº de empregados - 1995	US$ 103,07	US$ 88,67	US$ 113,89	US$ 109,87
	Linhas fixas em serviço / PIB per capita - 1995	675,45	US$ 1.907,72	US$ 971,20	384,95
	Linhas fixas em serviço / 100 habitantes - 1995	6,16	6,49	13,81	8,93
	Linhas móveis em serviço / 100 habitantes - 1995	0,94	0,69	1,29	0,87
	Receita do serviço local / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 103,74	US$ 125,45	US$118,67	US$ 115,84
	Receita de longa distância nacional / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 305,97	US$ 278,35	US$ 267,17	US$ 382,37
	Receita de longa distância internacional / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 20,99	US$ 30,01	US$ 36,18	US$ 24,17
	Receita líquida total (1) / linhas fixas em serviço - 1995	US$ 646,50	US$ 662,41	US$ 634,17	US$ 720,89
	Receita de celulares / nº médio de assinantes - 1995	US$ 952,37	US$1.120,87	US$1.130,28	US$1.099,03
	Margem de EBITDA - 1995	59,1%	47,9%	55,4%	52,7%
	Retorno sobre o capital próprio - 1995	5,2%	2,1%	3,7%	3,6%
	Retorno sobre o capital empregado - 1995	4,9%	1,7%	3,1%	3,3%
Dados demográficos	População da área de serviço	25.165.994	71.094.560	32.845.741	15.475.555
	PIB per capita (US$) - 1994	2.295	2.418	4.672	3.590

(1) *Demonstrações financeiras*

		Modelo 4B			
		Regional 1	Regional 2	Regional 3	Regional 4
Dados operacionais	Domicílios (com renda acima de 3 salários mínimos) - 1994	2.334.591	7.437.030	6.128.631	2.075.415
	Linhas de acesso fixas em serviço - 1995	1.714.672	4.613.115	4.537.381	1.217.404
	Tráfego local (mil impulsos) - 1995	6.705.147	23.875.444	23.361.782	4.762.963
	Longa distância nacional (mil minutos) - 1995	3.036.449	7.227.903	7.846.155	2.243.110
	Longa distância internacional (mil minutos) - 1995	25.333	95.412	145.488	20.120
	Assinantes de celulares - 1995	245.736	488.583	424.899	126.315
	Nº de empregados - 1995	10.729	34.464	25.265	8.062
Dados financeiros	Receita do serviço local (mil US$) - 1995	167.127	558.878	521.833	136.755
	Receita de longa distância (mil US$) - 1995	539.945	1.373.693	1.333.916	472.615
	Receita de celular (mil US$) - 1995	166.148	393.562	359.521	96.167
	Receita líquida total (mil US$) (1) - 1995	1.111.883	3.055.782	2.877.450	886.505
	EBITDA (mil US$) (1) - 1995	657.908	1.465.082	1.592.751	459.413
	Lucro líquido (mil US$) (1) - 1995	148.837	144.334	328.241	78.904
Análise de produtividade e rentabilidade	Nº de empregados / 1000 linhas instaladas - 1995	4,77	6,16	4,66	5,11
	Receita líquida total (1) / nº de empregados - 1995	US$ 103,63	US$ 88,67	US$ 113,89	US$ 109,96
	Linhas fixas em serviço / PIB per capita - 1995	US$ 728,51	US$ 1.907,72	US$ 971,20	US$ 335,44
	Linhas fixas em serviço / 100 habitantes - 1995	6,33	6,49	13,81	8,99
	Linhas móveis em serviço / 100 habitantes - 1995	0,91	0,69	1,29	0,93
	Receita do serviço local / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 103,97	US$ 125,45	US$118,67	US$ 117,13
	Receita de longa distância nacional / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 315,35	US$ 278,35	US$ 267,17	US$ 379,61
	Receita de longa distância internacional / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 20,56	US$ 30,01	US$ 36,18	US$ 25,18
	Receita líquida total (1) / linhas fixas em serviço - 1995	US$ 648,45	US$ 662,41	US$ 634,17	US$ 728,19
	Receita de celulares / nº médio de assinantes - 1995	US$ 978,60	US$1.120,87	US$1.130,28	US$1.059,24
	Margem de EBITDA - 1995	59,2%	47,9%	55,4%	51,8%
	Retorno sobre o capital próprio - 1995	5,1%	2,1%	3,7%	3,6%
	Retorno sobre o capital empregado - 1995	4,7%	1,7%	3,1%	3,3%
Dados demográficos	População da área de serviço	27.106.536	71.094.560	32.845.741	13.535.013
	PIB per capita (US$) - 1994	2.354	2.418	4.672	3.629

(1) *Demonstrações financeiras*

		Modelo 5A				
		Regional 1	Regional 2	Regional 3	Regional 4	Regional 5
Dados operacionais	Domicílios (com renda acima de 3 salários mínimos) - 1994	1.115.003	2.545.410	5.870.505	6.128.631	2.316.118
	Linhas de acesso fixas em serviço - 1995	716.433	1.628.905	3.817.978	4.537.381	1.381.875
	Tráfego local (mil impulsos) - 1995	2.953.858	7.453.689	19.471.929	23.361.782	5.464.078
	Longa distância nacional (mil minutos) - 1995	1.400.860	2.946.470	5.612.938	7.846.155	2.547.194
	Longa distância internacional (mil minutos) - 1995	10.701	20.618	87.424	145.488	22.122
	Assinantes de celulares - 1995	97.426	251.644	376.794	424.899	134.770
	Nº de empregados - 1995	5.253	12.006	26.929	25.265	9.067
Dados financeiros	Receita do serviço local (mil US$) - 1995	66.173	169.006	474.322	521.833	153.259
	Receita de longa distância (mil US$) - 1995	266.123	546.479	1.035.815	1.333.916	537.836
	Receita de celular (mil US$) - 1995	72.475	159.043	318.284	359.521	106.075
	Receita líquida total (mil US$) (1) - 1995	501.887	1.157.912	2.398.189	2.877.450	996.182
	EBITDA (mil US$) [1] - 1995	286.930	663.153	1.107.316	1.592.751	525.002
	Lucro líquido (mil US$) [1] - 1995	57.453	164.088	61.380	328.241	89.153
Análise de produtividade e rentabilidade	Nº de empregados / 1000 linhas instaladas - 1995	5,54	5,66	5,89	4,66	5,10
	Receita líquida total [1] / nº de empregados - 1995	US$ 95,54	US$ 96,44	US$ 89,06	US$ 113,89	US$ 109,87
	Linhas fixas em serviço / PIB per capita - 1995	383,67	1.054,81	1.102,89	971,20	384,95
	Linhas fixas em serviço / 100 habitantes - 1995	3,99	4,08	9,95	13,81	8,93
	Linhas móveis em serviço / 100 habitantes - 1995	0,54	0,63	0,98	1,29	0,87
	Receita do serviço local / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 96,71	US$ 108,97	US$ 129,19	US$118,67	US$ 115,84
	Receita de longa distância nacional / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 365,97	US$ 332,77	US$ 249,96	US$ 267,17	US$ 382,37
	Receita de longa distância internacional / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 22,95	US$ 19,60	US$ 32,15	US$ 36,18	US$ 24,17
	Receita líquida total [1] / linhas fixas em serviço - 1995	US$ 700,54	US$ 710,85	US$ 628,13	US$ 634,17	US$ 720,89
	Receita de celulares / nº médio de assinantes - 1995	US$ 1.197,69	US$ 974,31	US$1.092,16	US$1.130,28	US$1.099,03
	Margem de EBITDA - 1995	57,2%	57,3%	46,2%	55,4%	52,7%
	Retorno sobre o capital próprio - 1995	4,4%	6,0%	1,1%	3,7%	3,6%
	Retorno sobre o capital empregado - 1995	4,0%	5,1%	0,9%	3,1%	3,3%
Dados demográficos	População da área de serviço	17.968.300	39.914.643	38.377.611	32.845.741	15.475.555
	PIB per capita (US$) - 1994	1.867	1.544	3.462	4.672	3.590

[1] *Demonstrações financeiras*

		Modelo 5B				
		Regional 1	Regional 2	Regional 3	Regional 4	Regional 5
Dados operacionais	Domicílios (com renda acima de 3 salários mínimos) - 1994	2.334.591	2.545.410	4.891.620	6.128.631	2.075.415
	Linhas de acesso fixas em serviço - 1995	1.714.672	1.628.905	2.984.210	4.537.381	1.217.404
	Tráfego local (mil impulsos) - 1995	6.705.147	7.453.689	16.421.755	23.361.782	4.762.963
	Longa distância nacional (mil minutos) - 1995	3.036.449	2.946.470	4.281.433	7.846.155	2.243.110
	Longa distância internacional (mil minutos) - 1995	25.333	20.618	74.794	145.488	20.120
	Assinantes de celulares - 1995	245.736	251.644	236.939	424.899	126.315
	Nº de empregados - 1995	10.729	12.006	22.458	25.265	8.062
Dados financeiros	Receita do serviço local (mil US$) - 1995	167.127	169.006	389.872	521.833	136.755
	Receita de longa distância (mil US$) - 1995	539.945	546.479	827.214	1.333.916	472.615
	Receita de celular (mil US$) - 1995	166.148	159.043	234.519	359.521	96.167
	Receita líquida total (mil US$) (1) - 1995	1.111.883	1.157.912	1.897.870	2.877.450	886.505
	EBITDA (mil US$) (1) - 1995	657.908	663.153	801.928	1.592.751	459.413
	Lucro líquido (mil US$) (1) - 1995	148.837	164.088	(19.754)	328.241	78.904
Análise de produtividade e rentabilidade	Nº de empregados / 1000 linhas instaladas - 1995	4,77	5,66	6,47	4,66	5,11
	Receita líquida total (1) / nº de empregados - 1995	US$ 103,63	US$ 96,44	US$ 84,51	US$ 113,89	US$ 109,96
	Linhas fixas em serviço / PIB per capita - 1995	US$ 728,51	US$1.054,81	US$ 856,90	US$ 971,20	US$ 335,44
	Linhas fixas em serviço / 100 habitantes - 1995	6,33	4,08	9,57	13,81	8,99
	Linhas móveis em serviço / 100 habitantes - 1995	0,91	0,63	0,76	1,29	0,93
	Receita do serviço local / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 103,97	US$ 108,97	US$ 134,26	US$118,67	US$ 117,13
	Receita de longa distância nacional / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 315,35	US$ 332,77	US$ 249,29	US$ 267,17	US$ 379,61
	Receita de longa distância internacional / nº médio de linhas fixas em serviço - 1995	US$ 20,56	US$ 19,60	US$ 35,57	US$ 36,18	US$ 25,18
	Receita líquida total (1) / linhas fixas em serviço - 1995	US$ 648,45	US$ 710,85	US$ 635,97	US$ 634,17	US$ 728,19
	Receita de celulares / nº médio de assinantes - 1995	US$ 978,60	US$ 974,31	US$1.248,21	US$1.130,28	US$1.059,24
	Margem de EBITDA - 1995	59,2%	57,3%	42,3%	55,4%	51,8%
	Retorno sobre o capital próprio - 1995	5,1%	6,0%	Neg	3,7%	3,6%
	Retorno sobre o capital empregado - 1995	4,7%	5,1%	Neg	3,1%	3,3%
Dados demográficos	População da área de serviço	27.106.536	39.914.643	31.179.917	32.845.741	13.535.013
	PIB per capita (US$) - 1994	2.354	1.544	3.483	4.672	3.629

(1) *Demonstrações financeiras*

	Dados macroeconômicos			Dados operacionais							
	População da área de serviço	PIB per capita (1994)	Domicílios (com renda acima de 3 sal. mínimos) (1994)	Demanda residencial não-atendida (1994)	Nº de empregados (1995)	Nº de linhas fixas em serviço (1995)	Nº de linhas celulares em serviço (1995)	Total de linhas (1995)	Taxa de crescimento médio do nº de linhas fixas (94 - 96)	Penetração linhas fixas (1995)	Penetração linhas móveis (1995)
Teleron	1.362.930	1.777	85.961	59%	447	60.386	5.006	65.392	16,08%	4,4	0,37
Teleacre	459.509	2.148	37.928	47%	190	28.243	1.843	30.086	15,96%	6,1	0,40
Telamazon	2.344.879	2.881	187.919	53%	900	128.242	17.669	145.911	9,09%	5,5	0,75
Telaima	267.250	1.986	27.959	55%	164	19.727	3.166	22.893	13,76%	7,4	1,18
Telepará	5.708.678	2.013	283.132	58%	1.620	191.598	25.021	216.619	18,59%	3,4	0,44
Teleamapá	330.364	2.425	30.700	48%	156	26.102	3.683	29.785	27,34%	7,9	1,11
Telepar	8.330.496	3.693	1.196.036	63%	5.342	754.094	53.831	807.925	9,28%	9,1	0,65
Telesc	4.870.168	3.410	818.427	70%	2.307	405.034	62.844	467.878	11,21%	8,3	1,29
CTMR	334.349	3.682	60.952	35%	413	58.276	9.640	67.916	12,36%	17,4	2,88
Telma	5.148.563	1.057	213.821	63%	924	123.650	29.377	153.027	18,50%	2,4	0,57
Telepisa	2.815.392	837	132.307	51%	618	100.114	10.598	110.712	5,99%	3,6	0,38
Teleceará	6.753.841	1.290	384.580	52%	2.165	309.601	64.154	373.755	7,34%	4,6	0,95
Telern	2.601.323	1.791	192.564	66%	807	107.771	15.321	123.092	6,03%	4,1	0,59
Telpa	3.355.850	1.113	183.771	47%	1.105	141.121	15.934	157.055	3,68%	4,2	0,47
Telpe	7.330.600	1.609	515.160	68%	1.965	266.469	15.093	281.562	3,30%	3,6	0,21
Telasa	2.704.923	1.374	207.859	71%	778	91.991	23.028	115.019	6,80%	3,4	0,85
Telergipe	1.618.159	1.958	108.761	54%	611	71.298	11.260	82.558	2,82%	4,4	0,70
Telebahia	12.734.555	1.841	820.408	59%	3.957	540.540	96.256	636.796	6,08%	4,2	0,76
Telemig	14.839.273	2.842	1.941.437	62%	7.666	1.163.120	89.634	1.252.754	12,69%	7,8	0,60
Telest	2.834.644	2.868	317.998	54%	1.468	220.835	28.502	249.337	7,27%	7,8	1,01
Telerj	13.506.000	4.405	2.632.186	58%	13.324	1.600.255	118.803	1.719.058	4,01%	11,8	0,88
Telesp	29.628.064	4.672	5.528.250	53%	23.269	4.151.588	424.899	4.576.487	8,57%	14,0	1,43
CTBC	3.217.677	4.672	600.381	57%	1.996	385.793	-	385.793	16,36%	12,0	-
Telegoiás	4.484.756	2.443	527.453	72%	1.860	338.398	53.839	392.237	30,97%	7,5	1,20
Telemat	2.346.127	2.255	247.584	69%	852	138.485	11.661	150.146	11,05%	5,9	0,50
Telems	1.940.542	3.110	240.703	61%	1.005	164.471	8.455	172.926	13,07%	8,5	0,44
Telebrasília	2.712.938	4.815	451.431	30%	2.611	495.370	86.016	581.386	11,95%	18,3	3,17
EMBRATEL					12.034						
Sistema TELEBRÁS	144.581.850	3.074	17.975.667	56%	90.554	12.082.572	1.285.533	13.368.105	10,69%	8,4	0,89

Dados financeiros (US$ milhões)

	Receita de telefonia local (1995)	Receita de telefonia de LD nacional (1995)	Receita de telefonia de LD internacional (1995)	Receita de telefonia celular (1995)	Outras receitas (1995)	Receita líquida total[1] (1995)	EBITDA[1] (1995)	Ativos líquidos[1] (1995)
Teleron	12%	68%	2%	10%	8%	45.053	17.727	149.137
Teleacre	14%	57%	4%	17%	9%	14.007	6.425	45.992
Telamazon	15%	43%	5%	20%	17%	87.282	50.110	218.804
Telaima	21%	41%	4%	17%	16%	11.909	3.979	23.258
Telepará	14%	50%	4%	15%	17%	140.018	67.218	320.504
Teleamapá	16%	52%	3%	19%	10%	15.991	8.076	44.993
Telepar	16%	54%	4%	10%	16%	539.933	269.226	1.514.858
Telesc	17%	54%	3%	14%	12%	320.046	178.178	815.037
CTMR	16%	39%	3%	19%	23%	26.527	12.009	68.061
Telma	13%	53%	2%	17%	15%	90.470	52.428	235.406
Telepisa	19%	49%	2%	17%	13%	50.788	27.838	154.590
Teleceará	17%	47%	3%	17%	15%	204.679	112.504	504.639
Telern	22%	45%	3%	13%	18%	74.271	41.459	196.868
Telpa	16%	49%	2%	16%	16%	88.340	43.882	190.727
Telpe	18%	50%	4%	12%	16%	211.326	119.293	531.032
Telasa	12%	42%	3%	26%	17%	72.683	38.747	170.451
Telergipe	18%	50%	2%	13%	16%	47.208	26.950	113.353
Telebahia	14%	51%	3%	13%	20%	408.617	252.480	1.096.234
Telemig	18%	51%	3%	10%	19%	763.015	406.203	1.607.112
Telest	15%	51%	4%	15%	15%	160.902	79.900	349.773
Telerj	28%	33%	9%	16%	15%	973.952	315.825	2.547.297
Telesp	21%	44%	6%	14%	16%	2.675.058	1.503.429	8.808.406
CTBC	11%	59%	8%	3%	20%	202.392	89.322	707.564
Telegoiás	20%	45%	2%	15%	18%	230.848	144.061	708.066
Telemat	14%	65%	2%	13%	6%	97.158	80.966	369.246
Telems	16%	63%	3%	10%	9%	109.676	65.589	282.200
Telebrasília	17%	41%	5%	21%	16%	269.472	161.327	811.339
EMBRATEL		37%	17%		46%	1.590.139	869.080	5.201.596
Sistema TELEBRÁS	16%	45%	7%	12%	21%	9.521.759	5.044.234	27.786.542

[1] Dados das demonstrações financeiras (moeda constante)

Análise de produtividade e rentabilidade

	Linhas fixas/ nº de empregados (1995)	Linhas celulares/ nº de empregados (1995)	Receita líquida total/ linhas fixas em serviço (1995)	EBITDA/ linhas fixas em serviço (1995)	Margem de EBITDA (1995)	Retorno sobre o capital próprio (1995)
Teleron	135	11	746	294	39%	Neg
Teleacre	149	10	496	227	46%	1,8%
Telamazon	142	20	681	391	57%	2,8%
Telaima	120	19	604	202	33%	Neg
Telepará	118	15	731	351	48%	4,7%
Teleamapá	167	24	613	309	51%	6,5%
Telepar	141	10	716	357	50%	3,0%
Telesc	176	27	790	440	56%	4,8%
CTMR	141	23	455	206	45%	2,2%
Telma	134	32	732	424	58%	4,6%
Telepisa	162	17	507	278	55%	3,2%
Teleceará	143	30	661	363	55%	6,8%
Telern	134	19	689	385	56%	5,1%
Telpa	128	14	626	311	50%	5,9%
Telpe	136	8	793	448	56%	6,9%
Telasa	118	30	790	421	53%	1,1%
Telergipe	117	18	662	378	57%	3,6%
Telebahia	137	24	756	467	62%	6,7%
Telemig	152	12	656	349	53%	5,6%
Telest	150	19	729	362	50%	5,5%
Telerj	120	9	609	197	32%	Neg
Telesp	178	18	644	362	56%	4,0%
CTBC	193	-	525	232	44%	0,0%
Telegoiás	182	29	682	426	62%	6,3%
Telemat	163	14	702	585	83%	7,4%
Telems	164	8	667	399	60%	3,8%
Telebrasília	190	33	544	326	60%	5,8%
EMBRATEL					55%	3,1%
Sistema TELEBRÁS	133	14	788	417	53%	3,3%

República Federativa do Brasil
Ministério das Comunicações

Presidente da República
Fernando Henrique Cardoso

Vice-Presidente da República
Marco Antônio de Oliveira Maciel

Ministro de Estado das Comunicações
Sergio Roberto Vieira da Motta

Chefe de Gabinete do Ministro
José Expedicto Prata
Consultor Jurídico
Antônio Domingos Teixeira Bedran
Secretário de Controle Interno
Roque Sebastião Lage
Assessor Especial
Ercio Alberto Zilli

Secretário Executivo
Renato Navarro Guerreiro

Chefe de Gabinete do Secretário Executivo
Rogério Machado Abelheira
Assessor de Assuntos Internacionais
Clóvis José Baptista Neto
Assessor de Política Industrial e Tecnológica
João Carlos Fagundes Albernaz

Secretário de Serviços de Comunicações
Mário Leonel Neto

Departamento de Serviços Básicos de Telecomunicações e de Serviços Postais
Eduardo de Faria Pereira
Departamento de Serviços Complementares de Telecomunicações e de Serviços de Radiodifusão
Ara Apkar Minassian
Departamento de Tarifas e Preços de Serviços de Telecomunicações e de Serviços Postais
Luiz Tito Cerasoli

Secretário de Administração de Radiofreqüências
Ronaldo Rangel de Albuquerque Sá

Departamento de Planejamento e de Engenharia de Freqüências
Amadeu de Paula Castro Neto
Departamento de Gerenciamento de Freqüências
Santos José Gouvêa

Secretário de Fiscalização e Outorga
Juarez Martinho Quadros do Nascimento

Departamento de Fiscalização das Comunicações
Edilson Ribeiro dos Santos
Departamento de Outorga de Serviços de Comunicação de Massa
Jarbas José Valente
Departamento de Outorga de Serviços de Telecomunicações
Paulo Roberto da Câmara Pessoa

Subsecretário de Planejamento e Orçamento
Artur Nunes de Oliveira Filho

Subsecretário de Assuntos Administrativos
Francisco Eduardo de Moraes

Este trabalho foi elaborado sob a supervisão da
Secretaria Executiva do Ministério das Comunicações,
sendo impresso em abril de 1997.

Ministério das Comunicações
Esplanada dos Ministérios, Bloco R
CEP 70044-900 - Brasília, DF - Brasil
Tel.: +55 61 311 6000
Internet: http://www.mc.gov.br

Ministério
das
Comunicações

Brasil
EM AÇÃO