

PRIVATIZAÇÃO E ESTRATÉGIAS CORPORATIVAS: UMA ANÁLISE DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA NO PERÍODO 1990-1994¹

Marcelo Pinho²
José Maria F. J. da Silveira³

RESUMO

A análise dos efeitos do Programa Nacional de Desestatização (PND) sobre a eficiência e a competitividade das indústrias afetadas pressupõe uma caracterização abrangente das configurações patrimoniais que resultaram dessa política. O objetivo deste artigo é justamente prover tal caracterização para a etapa manufatureira do processo de privatização no Brasil, analisando as estratégias perseguidas pelos compradores de empresas estatais no período 1990-94. Com base nessa avaliação, concluímos que os interesses empresariais associados à estrutura produtiva prévia e as diferentes estratégias dos agentes financeiros quanto ao uso das moedas de privatização foram os principais fatores na “seleção” dos novos controladores das empresas.

1 INTRODUÇÃO

Grande parte do debate sobre o processo de privatização no Brasil tem se concentrado na avaliação das condições em que vêm sendo alienadas as participações do Estado no capital das empresas estatais. Houve muita controvérsia sobre a ordem cronológica de venda das empresas, a conjuntura inicialmente adversa à alienação de ativos produtivos, a adequação dos parâmetros empregados na avaliação das empresas e a utilização de títulos da dívida pública – as “moedas podres” – no pagamento das transações⁴.

- 1 Elaborado com informações disponíveis até setembro de 1996. Os autores agradecem a diligente e eficiente contribuição de Graziela Ares no trabalho de assistência à pesquisa. São gratos também aos comentários de dois pareceristas anônimos, que contribuíram para aperfeiçoar este artigo. Não obstante, a responsabilidade por seu conteúdo é integralmente dos autores.
- 2 Do Departamento de Engenharia de Produção da Universidade Federal de São Carlos (DEP/UFSCar).
- 3 Do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp).
- 4 Outros aspectos também essenciais para a determinação do resultado fiscal da privatização despertaram muito menos atenção. Vale destacar entre eles a sistemática de transferência do controle das empresas em leilão único, as condições privilegiadas oferecidas aos empregados e, principalmente, os esquemas de prévio saneamento financeiro de algumas das empresas privatizadas (Paula, 1995).

Tal perspectiva da literatura, na verdade, é coerente com as motivações fundamentais que têm orientado o Programa Nacional de Desestatização (PND). Instituído no Governo Collor e marco efetivo de um movimento de privatização de grandes proporções no Brasil, o PND postula entre seus objetivos a promoção da competitividade e a democratização do controle do capital das empresas brasileiras (BNDES, 1991). Não obstante, poucos analistas negariam o fato de que os objetivos fiscais, centrados na redução da dívida e do déficit públicos, têm sido perseguidos de maneira prioritária. Com efeito, a privatização emerge e se legitima politicamente no Brasil como uma resposta às dificuldades financeiras do Estado. Por outro lado, seu andamento vem sendo muitas vezes subordinado à lógica fiscal.

É evidente, contudo, que nada disso implica que se deva negligenciar a análise das conseqüências do PND em outras esferas da atividade econômica. Aliás, entre aqueles que se posicionam a favor do privatização, é crescente o interesse por esse gênero de implicações do programa. O reconhecimento de que os resultados possíveis da privatização no campo fiscal – se contabilizados adequadamente, isto é, considerando além da receita obtida o cancelamento dos rendimentos dos ativos alienados – são mais modestos do que se supõe habitualmente tem contribuído para um importante deslocamento na escala que alguns desses autores propõem para a prioridade entre os objetivos da desestatização⁵.

A privatização no período 1990-94 concentrou-se nos setores de siderurgia, petroquímica, fertilizantes, material aeronáutico e ferroviário. Considerando que nesses anos o programa praticamente esgotou as participações da União no capital votante de empresas da indústria de transformação, é legítimo designar esse período como a “fase manufatureira” do PND.

Neste ramo de atividade, a experiência de gestão privada já é suficientemente longa para permitir uma avaliação, ainda que preliminar,

5 Mello (1992, VIII.14) expõe essa posição de maneira clara, concluindo que “a melhor contribuição que o programa de privatização pode trazer é a melhoria da eficiência alocativa da economia, que poderia aumentar a competitividade dos produtos brasileiros, delineando um novo modelo de desenvolvimento econômico”. Pinheiro, Giambiagi (1994), por sua vez, sustentam que a priorização dos objetivos fiscais do PND tem inibido a adoção de restrições aos compradores habilitados a participar da privatização. Observando que certas empresas, notadamente as concorrentes e as consumidoras, podem usufruir de um aumento em seu poder de mercado através da compra de estatais e que, por isso mesmo, elas estariam dispostas a apresentar melhores lances no processo de privatização, apontam a existência de um *trade-off* no processo de privatização entre melhores preços de venda e estruturas de mercado menos concentradas. Em termos mais gerais, estes autores vislumbram um conflito entre os objetivos nos âmbitos das políticas fiscal e industrial, posto que a promoção da concorrência e de configurações mais pulverizadas de mercado é tida como um princípio norteador da política industrial.

do impacto da desestatização sobre sua eficiência e competitividade. De todo modo, a realização de tal análise deve necessariamente ser precedida pela caracterização das configurações patrimoniais resultantes da privatização e, num sentido mais amplo, das estratégias empresariais dos agentes que nesse processo assumiram posições ativas, passando a deter o controle das ex-estatais. Detalhar tal caracterização constitui o objetivo deste artigo⁶.

O foco na experiência de desestatização executada entre 1990 e 1994 se justifica tanto pela coerência do perfil setorial das empresas privatizadas nesse período, centrado na produção de bens *tradables*, quanto pela razoável estabilidade do corpo de regras que regulou o PND durante essa etapa⁷.

Aqueles cinco anos se particularizam por ambas as razões. Quanto ao alcance setorial, as privatizações anteriores quase sempre repassaram ao setor privado empresas de uma variada gama de setores que, estranhas ao núcleo tipicamente estatal da economia brasileira, haviam sido assumidas pelo Estado, normalmente no bojo de dificuldades financeiras. Já a etapa atual da privatização se pauta pelo predomínio de empresas fornecedoras de serviços de utilidade pública, alcançando o suprimento de infra-estrutura de energia, comunicações e transportes. Também a normatização, particularmente no que tange às modalidades de liquidação financeira das transações, expõe traços particulares para o período analisado. Segundo o que se pode depreender de operações mais recentes, a ênfase na utilização das “moedas podres” está sendo substituída pelo retorno à prática mais comum nos Governos Figueiredo e Sarney de liquidação em moeda corrente, freqüentemente com financiamento do BNDES. Tanto por um motivo quanto pelo outro, não se deve esperar em princípio que na nova fase da privatização haja continuidade no perfil e estratégias dos adquirentes que descreveremos adiante.

A estrutura deste artigo comporta, além desta introdução, duas outras seções. Na próxima, subdividida em quatro itens de acordo com distintos recortes analíticos, são apresentados os resultados da pesquisa sobre estratégias dos compradores de empresas estatais. As estratégias são avaliadas com respeito à origem do capital dos adquirentes e ao tamanho e

6 Em Pinho, Silveira (1997) avaliamos os impactos do PND sobre as estruturas industriais dos dois principais setores privatizados no período analisado, siderurgia e petroquímica, partindo justamente da caracterização das estratégias dos adquirentes de empresas estatais apresentada a seguir.

7 Esse quadro geral de estabilidade da regulamentação do PND durante aqueles cinco anos não exclui a ocorrência de alterações e adaptações importantes, das quais são exemplos as restrições à participação dos fundos de pensão, a maior liberalização da atuação do capital estrangeiro e a imposição de uma parcela mínima variável de pagamento em moeda corrente.

inserção setorial das empresas desestatizadas. Em função de sua relevância, o comportamento das instituições financeiras é abordado num item específico. Por fim, na pequena seção que finaliza o artigo, destacamos algumas conclusões retiradas da análise precedente.

2 ANÁLISE DAS ESTRATÉGIAS DOS COMPRADORES DE EMPRESAS ESTATAIS

Para analisar a influência do processo de privatização nas estratégias dos compradores das empresas estatais, foram consolidadas as informações disponíveis sobre a privatização nos Governos Collor e Itamar Franco. Um subconjunto das operações de aquisição de ações das estatais, representando 90% do valor transacionado, foi classificado em várias categorias, de acordo com a origem do capital do adquirente (nacional ou estrangeira) e com o tipo de movimento estratégico que se pode identificar a partir da relação entre as atividades do comprador e da empresa privatizada. A Tabela 1 resume os resultados desse levantamento, agrupando-os setorialmente. Já a Tabela 2 reorganiza as mesmas informações básicas, consolidando-as de acordo com o porte das operações da empresa privatizada.

Essas duas tabelas apresentam agregações de estimativas dos valores transacionados por empresas adquirentes no PND entre 1990 e 1994. Na ausência de informações diretas sobre esses valores, foram formuladas estimativas baseadas no rateio do montante arrecadado nas operações de privatização de maneira diretamente proporcional às participações adquiridas. A única exceção a esse procedimento refere-se à compra por empregados, cujos valores são conhecidos e foram informados diretamente. Assim, a estimativa corresponde ao cálculo do valor investido por cada comprador a partir de sua participação no capital e do preço médio de venda das ações⁸.

8 Tal procedimento não dá conta dos diferenciais entre os preços dos lotes transacionados num mesmo leilão nem tampouco das diferenças de cotações nos casos em que houve mais de uma operação de colocação de ações. No cômputo dos percentuais assume-se, portanto, que essas diferenças não implicam vieses sistemáticos quanto às categorias de compradores e tipos de movimentos estratégicos.

Tabela 1

COMPRADORES DE EMPRESAS ESTATAIS NO BRASIL (1990-94):
DISTRIBUIÇÃO POR ORIGEM E TIPO DE MOVIMENTO ESTRATÉGICO

em US\$ milhões

Categoria	Siderurgia	%	Química	%	Fertilizantes	%	Outros	%	Total	%
Empresas industriais nacionais	1.108,7	22,9	1.011,3	55,5	384,3	92,5	39,5	13,7	2.543,8	34,6
Expansão horizontal	509,8	10,5	432,3	23,7	17,6	4,2	12,0	4,2	971,8	13,2
Empresas concorrentes	163,8	3,4	25,3	1,4	6,8	1,6	12,0	4,2	207,9	2,8
Ex-estatais concorrentes	346,0	7,2	20,2	1,1	-	-	-	-	366,2	5,0
Acionistas anteriores	-	-	386,8	21,2	10,8	2,6	-	-	397,6	5,4
Integração vertical para trás	433,4	9,0	393,6	21,6	366,7	88,3	5,0	1,7	1.198,7	16,3
Diversificação	165,5	3,4	185,3	10,2	-	-	22,5	7,8	373,3	5,1
Fundos de pensão	925,9	19,1	165,6	9,1	-	-	111,0	38,6	1.202,6	16,3
Instituições financeiras	1.835,3	37,9	238,8	13,1	19,6	4,7	63,9	22,2	2.157,6	29,3
Empresas estatais	709,3	14,7	-	-	-	-	-	-	709,3	9,6
Empregados	215,4	4,5	54,2	3,0	11,4	2,7	10,8	3,8	291,8	4,0
Oferta ao público (não-discriminado)	1,8	0,0	139,3	7,7	-	-	4,2	1,5	145,3	2,0
Capital nacional	4.796,4	99,1	1.609,2	88,4	415,4	100,0	229,5	79,8	7.050,5	95,8
Empresas industriais estrangeiras	-	-	117,8	6,5	-	-	10,2	3,5	128,0	1,7
Empresas atuantes no setor	-	-	84,1	4,6	-	-	10,2	3,5	94,3	1,3
Acionistas anteriores	-	-	33,7	1,9	-	-	-	-	33,7	0,5
Instituições financeiras estrangeiras	31,9	0,7	27,0	1,5	-	-	48,0	16,7	106,9	1,5
Capital estrangeiro não-discriminado	10,2	0,2	67,1	3,7	-	-	-	-	77,4	1,1
Capital estrangeiro	42,2	0,9	211,9	11,6	-	-	58,2	20,2	312,3	4,2
TOTAL	4.838,6	100,0	1.821,1	100,0	415,4	100,0	287,7	100,0	7.362,8	100,0

Fontes: Indicadores IESP, Passanezi (1992), Oliveira (1994), Paula (1995), Guerra (1995), Tambasco (1995) e BNDES (1996).

Tabela 2

COMPRADORES DE EMPRESAS ESTATAIS NO BRASIL (1990-94):
DISTRIBUIÇÃO POR PORTE DAS EMPRESAS ADQUIRIDAS

em US\$ milhões

Categoria	Siderurgia integrada	%	Centrais petroquímicas	%	Total das empresas privatizadas			
					Maiores		Menores	
						%		%
Empresas industriais nacionais	988,4	21,0	444,1	40,8	1.432,5	24,7	1.111,3	71,4
Expansão horizontal	389,5	8,3	50,5	4,6	444,0	7,6	531,8	34,1
Empresas concorrentes	43,5	0,9	-	-	43,5	0,7	164,4	10,6
Ex-estatais concorrentes	346,0	7,3	-	-	346,0	6,0	20,2	1,3
Acionistas anteriores	-	-	50,5	4,6	50,5	0,9	347,2	22,3
Integração vertical para trás	433,4	9,2	393,6	36,2	827,0	14,2	371,7	23,9
Diversificação	165,5	3,5	-	-	165,5	2,9	207,8	13,3
Fundos de pensão	925,9	19,6	99,7	9,2	1.025,6	17,7	176,9	11,4
Instituições financeiras	1.835,3	38,9	232,2	21,3	2.067,5	35,6	90,2	5,8
Empresas estatais	709,3	15,0	-	-	709,3	12,2	-	-
Empregados	214,0	4,5	48,2	4,4	262,2	4,5	29,6	1,9
Oferta ao público (não-discriminado)	1,8	0,0	114,0	10,5	115,8	2,0	29,6	1,9
Capital nacional	4.674,7	99,1	938,2	86,2	5.612,9	96,7	1.437,6	92,3
Empresas industriais estrangeiras	-	-	84,1	7,7	84,1	1,4	43,9	2,8
Empresas atuantes no setor	-	-	84,1	7,7	84,1	1,4	10,2	0,7
Acionistas anteriores	-	-	-	-	-	-	33,7	2,2
Instituições financeiras estrangeiras	31,9	0,7	-	-	31,9	0,5	75,0	4,8
Capital estrangeiro não-discriminado	10,2	0,2	66,1	6,1	76,4	1,3	1,0	0,1
Capital estrangeiro	42,2	0,9	150,2	13,8	192,4	3,3	119,9	7,7
TOTAL	4.716,8	100,0	1.088,4	100,0	5.805,3	100,0	1.557,4	100,0

Fontes: Indicadores IESP, Passanezi (1992), Oliveira (1994), Paula (1995), Guerra (1995), Tambasco (1995) e BNDES (1996).

2.1 Origem do capital dos compradores

Os dados tabulados permitem vários recortes interessantes de análise. Quanto à origem do capital, confirma-se, primeiramente, um fato bem conhecido: a participação restrita do capital estrangeiro na privatização até o final do Governo Itamar Franco. Com efeito, as participações estrangeiras nas privatizações efetuadas no período 1990-94 montaram a apenas 4,2% do total investido, o que representa menos da metade do valor dispendido pela líder em aquisições nesse processo: a CVRD (Cia. Vale do Rio Doce).

Esse aporte diminuto de capital estrangeiro tem sido atribuído basicamente à regulamentação restritiva do PND, que determinava um desconto de 25% sobre o valor de face dos títulos da dívida externa, a limitação da parcela estrangeira a um máximo de 40% do capital das empresas vendidas e a imposição de um prazo mínimo para a repatriação do investimento. Ainda que apontando para aspectos relevantes, esse argumento não explica inteiramente o fato. De um lado, o relaxamento a partir de 1993 das restrições quanto ao controle das empresas privatizadas e a duração mínima do investimento não ampliaram significativamente o interesse do capital estrangeiro. Por outro, nada impede que não-residentes interessados na aquisição de estatais recorram aos mercados domésticos de moedas de privatização se assim as condições financeiras forem mais vantajosas do que com o uso de títulos da dívida externa.

Uma explicação alternativa enfatiza a pequena atratividade dos setores submetidos a privatização durante os Governos Collor e Itamar Franco (Pinheiro, Giambiagi, 1994). Com efeito, a Tabela 1 mostra que as vendas de empresas estatais limitaram-se à indústria de transformação, concentrando-se nas indústrias de fertilizantes, petroquímica⁹ e, principalmente, siderúrgica. Todos os três setores vêm enfrentando dificuldades em escala internacional, caracterizando-se por margens variáveis mas sempre consideráveis de sobrecapacidade.

O quadro da siderurgia é particularmente grave. Durante os anos 80 foram fechadas nos países integrantes da OCDE unidades produtivas capacitadas a produzirem anualmente mais de 80 milhões de toneladas de aço, mas isso não foi suficiente para pôr fim ao quadro de capacidade excedente com que essa indústria se defronta desde a década de 70 (Marques, 1990, p. 5). Na siderurgia, deve-se considerar também o caráter ainda limitado do processo de internacionalização do capital. A ausência de um

9 A rigor deveríamos falar de química pesada, posto que uma das empresas privatizadas, a Cia. Nacional de Álcalis, não se insere na cadeia de produção a partir do petróleo, gás natural e seus derivados.

amplo movimento de constituição de filiais no exterior foi no passado uma das razões para a própria estatização de quase toda a siderurgia integrada dos países em desenvolvimento. Tradicionalmente restrita à exploração de minério de ferro, diretamente ou através de *joint-ventures*, a indústria siderúrgica passou a experimentar a partir dos anos 80 um número crescente de iniciativas de investimento externo¹⁰. Ainda assim, o grau de internacionalização do setor segue sendo dos mais baixos da indústria de transformação. Num sentido mais genérico, a explicação da participação estrangeira no processo de privatização não pode prescindir do exame dos movimentos, setorialmente distintos, de internacionalização do capital.

Nesse contexto, não chega a surpreender que, além de reduzida, a participação estrangeira na privatização tenha sido bastante concentrada nos leilões de umas poucas empresas. No caso da petroquímica, para onde foi direcionado 68% do investimento estrangeiro na privatização brasileira no período estudado, a aplicação de capital estrangeiro em sua maior parte referiu-se a empresas já instaladas no Brasil. Seguiu também uma lógica semelhante à das empresas industriais nacionais, procurando assegurar o acesso a suas fontes de suprimento ou reforçar sua participação em empreendimentos conjuntos com os capitais privado nacional e estatal em empresas de segunda geração da cadeia petroquímica. Em relação aos demais setores, merece destaque apenas a participação do banco norte-americano Wasserstein Parella na aquisição da maior parcela individual do capital da Embraer, participação que está incluída na Tabela 1 no conjunto de operações agrupadas na coluna “outros setores”.

Como contrapartida da restrita participação estrangeira, o capital nacional naturalmente predominou de maneira ampla. Agentes de vários

10 Este movimento, contudo, esteve centrado em dois eixos bem definidos: (1) associações para implantação de linhas de fabricação de itens mais nobres e de demanda mais dinâmica, especialmente laminados planos revestidos; (2) aquisição de participações acionárias, geralmente minoritárias, em empresas em dificuldades por parte de concorrentes mais bem posicionados. Com isso, na siderurgia europeia assume certa significação a interpenetração entre capitais não-nacionais, mas quase sempre regionais. Também nos EUA, a presença de algumas das maiores siderúrgicas japonesas e europeias deixa de ter caráter excepcional e adquire relevância. Por outro lado, exaustivo levantamento das experiências internacionais de privatização na siderurgia, apresentado em Paula (1995), mostra que em alguns casos a desestatização propiciou, diretamente ou por meio de seus desdobramentos, o controle por capital estrangeiro. Esse resultado foi bem menos comum em operações de maior envergadura, de tal sorte que, até 1995, apenas duas empresas vendidas por mais de US\$ 250 milhões (uma filipina e outra italiana) passaram a ter controle externo. Note-se que em ambas as situações os compradores foram empresas (uma malaia e outra alemã, respectivamente) de países inseridos na mesma região da usina vendida, sendo afetadas por processos de integração regional.

tipos estiveram presentes na privatização. Foram importantes as instituições financeiras (29,3% do total investido em privatizações), os fundos de pensão (16,3%) e até mesmo outras empresas estatais (9,6%). De todo modo, a liderança coube a empresas industriais (34,6%). Os interesses estratégicos destas últimas foram também variados. Predominaram a integração vertical para trás (16,3%) e a expansão horizontal dentro do setor de origem (13,2%), mas os casos de diversificação (5,1%) não deixam de ser significativos.

A Tabela 1 mostra também que os empregados contribuíram com 4% do montante investido na privatização entre 1990 e 1994. Contudo, a parcela adquirida pelos funcionários no capital das empresas privatizadas foi muito maior, alcançando 13,9% das ações alienadas. Essa diferença se explica pelas condições privilegiadas que lhes foram oferecidas¹¹. As cifras revelam que nas vendas de ações aos empregados foi concedido um desconto médio de 74% com relação ao preço pago pelos demais compradores, o que corresponde a um subsídio implícito da ordem de US\$ 850 milhões. O objetivo inequívoco era remover a resistência potencial dos trabalhadores ao processo de desestatização, reproduzindo de forma ampliada um estratagema utilizado pelo Governo Thatcher nas privatizações britânicas (Passanezi, 1992, p. 102-104; Mello, 1992). Por outro lado, a intenção de fomentar um relacionamento mais cooperativo entre capital e trabalho, apresentada como justificativa oficial para os subsídios concedidos, parece seriamente ameaçada pela redução da parcela dos empregados no controle das empresas após a privatização. Paula (1995) apresenta dados que indicam a diminuição dessa participação em todas as siderúrgicas integradas desestatizadas, à exceção da AÇOMINAS, ainda que numa extensão que varia bastante, de um mínimo de 13% na CSN a um máximo de 78% na CST.

11 Passanezi (1992, p. 102) comentando o caso da USIMINAS, descreve os mecanismos empregados para esse favorecimento. Em primeiro lugar, o preço base da oferta aos empregados foi fixado como uma fração do preço mínimo de venda das ações (40% no caso do capital votante), vale dizer, eventuais ágios nos leilões de privatização não afetavam esse preço. Descontos adicionais de até 50% foram concedidos de acordo com o tempo de casa dos funcionários. Mais ainda, o preço base, estipulado em termos nominais, não foi submetido a qualquer indexação entre as datas de publicação do edital e de liquidação da transação (no caso da USIMINAS, um período de quase seis meses). Em conjunto, esses fatores implicaram que *“o maior preço pago por um empregado da USIMINAS equivaleria a apenas 18,4% do preço mínimo exigido no leilão”*. Além disso, o BNDES ofereceu financiamento de 90% do valor transacionado em condições bastante atrantes: dez anos de prazo e juros de 6% a. a. mais a variação do INPC. Para os 10% restantes, o BDMG forneceu crédito em condições também favorecidas. Paula (1995) observa que alguns desses mecanismos foram modificados em leilões posteriores. Instituiu-se, por exemplo, a indexação do preço das ações ofertadas aos empregados e ampliou-se para 70% o desconto com relação ao preço mínimo no leilão. Isto, no entanto, não alterou substancialmente os subsídios concedidos.

2.2 Porte das empresas privatizadas

Outro aspecto que merece análise específica é a diferença entre os participantes das privatizações de acordo com o volume de capital envolvido em cada transação. A Tabela 2 fornece as informações básicas para tal avaliação. Nela, separamos as operações de desestatização em dois grupos, “maiores” e “menores”, empregando como linha divisória o valor de US\$ 250 milhões. Embora um tanto arbitrária, esta cifra é conveniente por isolar no grupo das maiores privatizações as seis usinas siderúrgicas integradas e as duas centrais de matérias-primas dos Pólos Petroquímicos do Sul e de São Paulo, reconhecidamente as empresas cuja montagem apresentou maiores requisitos de imobilização de capital entre as privatizadas no período estudado. Essas operações responderam por cerca de 80% do valor arrecadado pelo PND entre 1990 e 1994.

Note-se, antes de mais nada, que na privatização das empresas maiores aumenta o predomínio de instituições financeiras e de previdência privada¹². Em conjunto, essas duas categorias de compradores, foram responsáveis por 53,3% do investimento nas grandes privatizações. Por outro lado, nas empresas menores a participação delas não ultrapassou 17,2%. Já a participação do capital industrial nacional foi muito maior nas privatizações de pequeno porte (71,4% do capital investido nessas empresas, contra apenas 24,7% nas grandes). A tendência de segmentação dos agentes participantes na privatização segundo o porte das operações se refletiu em quase todas as orientações estratégicas¹³. A exceção é o movimento de expansão horizontal por “ex-estatais concorrentes”, em que, como reflexo da aquisição de cerca de 50% do capital da COSIPA pela USIMINAS, a atuação das empresas industriais nacionais foi mais significativa no grupo das grandes empresas. De qualquer maneira, a tendência de segmentação pode ser observada também em termos setoriais, estando presente nas duas indústrias em que havia empresas com ambos os níveis de tamanho, embora se mostre ainda mais nítida no caso da siderurgia.

12 Também a participação dos empregados foi maior nas grandes privatizações. Isso deve ser atribuído, porém, ao fato de que não foi oferecida aos trabalhadores das empresas de segunda geração dos pólos petroquímicos a oportunidade de assumir participação em seu capital. Como tais empresas se incluem no grupo de operações de privatização de menor envergadura, cria-se um viés contra a participação dos empregados nas empresas menores.

13 Um aspecto interessante da participação do capital industrial nacional nas grandes privatizações foi o peso das iniciativas de integração vertical para trás. Essas empresas atuaram isoladamente ou compondo consórcios que lhes proporcionam maior poder de barganha. Seu objetivo básico era garantir a continuidade do suprimento de insumos em condições semelhantes às que prevaleciam anteriormente à privatização. Esse movimento foi particularmente relevante no caso da petroquímica, onde as alternativas de fornecimento com relação às centrais são limitadas.

Os fundos de pensão e ainda mais os bancos privilegiaram a aquisição de empresas maiores muito provavelmente por conta da liquidez que vislumbravam em ações de empresas de porte e com capital aberto. Deve-se admitir, por outro lado, que nas maiores empresas desestatizadas o próprio volume de capital necessário para a aquisição integral dificultava a compra por um único agente. Em outras palavras, mesmo considerando que essas grandes empresas foram vendidas a preços substancialmente inferiores ao seu custo de reposição, seu tamanho ainda tornava muito restrito o conjunto de blocos isolados do capital nacional aptos a adquiri-las. Como conseqüência, em quase todas essas empresas emergiu da privatização uma estrutura compartilhada de controle do capital. Por outro lado, essa caracterização permite entender a guinada histórica na estrutura de controle de capital de setores dominados por grandes unidades produtivas fortemente intensivas em capital. Pode-se dizer que somente a privatização foi capaz de viabilizar o controle desses grandes empreendimentos pelo capital privado nacional, seja rebaixando o custo de investimento abaixo do preço de oferta de ativos novos correspondentes¹⁴, seja induzindo a centralização do capital através da formação de associações em que participam agentes financeiros interessados em converter em ativos recuperáveis dívida pública de baixa credibilidade e títulos utilizáveis apenas na compra de estatais (os certificados de privatização).

Nas empresas privatizadas de menor porte, os compradores seguiram um padrão bem diferente, predominando as iniciativas de expansão horizontal. No caso da petroquímica, quando estiveram em jogo as participações da Petroquisa em associações com empresas nacionais e estrangeiras para a fabricação de produtos *down-stream*, os compradores foram, com raras exceções, os sócios anteriores. Nas duas vendas de siderúrgicas semi-integradas, como já ocorrera nas privatizações do Governo Sarney¹⁵, prevaleceu a aquisição por um concorrente, o Grupo Gerdau. Em ambas as situações e

14 Dados apresentados em Paula (1995), os quais consideram as dívidas assumidas e estimam deságios em torno de 50% nas moedas utilizadas na privatização, permitem calcular que o investimento dos novos proprietários, excluindo-se os empregados, por tonelada de capacidade instalada na COSIPA, CSN e USIMINAS foi de, respectivamente, US\$ 356, US\$ 361 e US\$ 431. A comparação desses valores com o patamar de US\$ 1.500 por tonelada requerido para a construção de novas plantas do mesmo tipo (Barnett, Crandall, 1986; BNDES, 1987), embora não constitua, evidentemente, referência para a avaliação de usinas já instaladas e, em larga medida, depreciadas, serve para ilustrar o nosso argumento.

15 BNDES (1991) e Paula (1995) referem-se a essas vendas como reprivatizações, ressaltando o fato de que a maioria dessas empresas não haviam sido criadas como estatais. Durante o Governo Sarney, cinco siderúrgicas de menor porte foram privatizadas. O Grupo Gerdau comprou a Usiba e as instalações propriamente siderúrgicas da Cimetal; o Grupo Villares, a Siderúrgica Aparecida; e o Grupo Duferco, previamente dedicado à distribuição de aço, a Cofavi e a Cosim.

também na indústria de fertilizantes, a presença dominante entre os adquirentes de consumidores, acionistas anteriores e concorrentes decorreu da significação diferenciada que as empresas vendidas possuíam para esses compradores, levando-os por vezes a se disporem a pagar ágios elevados em leilões disputados acirradamente.

2.3 Inserção setorial das empresas privatizadas

Além da origem do capital e do tamanho da operação de privatização, outro recorte relevante de análise é a própria configuração setorial do processo. A Tabela 1 revela que a distribuição do capital não foi uniforme nas várias indústrias. Os principais determinantes dessas diferenças parecem ter sido os padrões distintos quanto à composição societária prévia, ao grau de interdependência nas cadeias produtivas e ao próprio porte predominante das empresas que foram privatizadas.

No setor em que se concentraram as vendas até o final de 1994, a siderurgia, a liderança coube às instituições financeiras, responsáveis por 37,9% do valor investido no setor, embora os fundos de pensão (19,1%) também tenham sido agentes muito ativos no processo. Empresas industriais nacionais também estão representadas (22,9%), se bem que em proporção inferior à média de todo o processo de privatização.

Entre os movimentos estratégicos executados por este último tipo de comprador destaca-se a integração vertical para trás, de que são exemplos importantes as participações minoritárias que distribuidoras de aço adquiriram na USIMINAS, na COSIPA e na CSN e, principalmente, a compra pela Mendes Júnior Siderurgia da maior parcela das ações da AÇO-MINAS. Esta usina fornece mais de um terço dos tarugos de aço requeridos por aquela para operar a plena capacidade. Em termos de estratégias de expansão horizontal, merecem destaque dois fatos já referidos: a atuação do Grupo Gerdau e a compra de quase metade do controle da COSIPA pela USIMINAS, que com isso quase duplicou sua capacidade de produção de aços planos. Houve também ao menos um caso interessante de diversificação empresarial: a aquisição de uma parcela de 9,2%, a maior individual, do capital da CSN pelo Grupo Vicunha, anteriormente dedicado basicamente à indústria têxtil¹⁶. Não se pode deixar de registrar tampouco que a participa-

16 No início de 1996, o Grupo Vicunha ampliou sua participação no capital da CSN através de uma transação com o Bamerindus. Com uma participação de 15,8% no capital votante, o Grupo Vicunha tornou-se o principal controlador individual da CSN e assumiu posição chave em seu conselho de administração. A atuação do grupo na siderurgia desdobrou-se na aquisição de uma distribuidora de aço e em projetos de implantação de fábricas de latas de aço e de uma nova usina de médio porte e tecnologia inovadora no Nordeste. Estes projetos seriam desenvolvidos em parceria com a CVRD e a própria CSN.

ção de empresas estatais na privatização se concentrou inteiramente na siderurgia. A CVRD investiu cerca de US\$ 650 milhões na compra de parcelas do capital de USIMINAS, CSN, CST e AÇOMINAS, perseguindo uma estratégia que poderia ser caracterizada como de integração vertical à frente, *sui generis* no processo de privatização. Além dela, dois bancos estaduais mineiros (BEMGE e BDMG) compraram 7,8% do capital da AÇOMINAS.

A situação muda bastante de figura quando se analisa a indústria petroquímica. Aqui a presença de instituições financeiras (13,1%) e fundos de pensão (9,1%) é bem menor, inclusive porque tendeu a se limitar quase que exclusivamente à PQU e à COPEL. Em compensação, é muito maior a participação de empresas industriais nacionais (55,5%), destacando-se dois movimentos também já referidos: a aquisição pelos sócios anteriores das participações da Petroquisa em empresas de segunda geração e a compra por estas empresas de parcelas do capital das centrais de matérias-primas. Já comentamos igualmente, a relevância da participação do capital estrangeiro neste setor (11,6%), dando continuidade, talvez com menor peso, à presença existente desde a montagem do esquema tripartite que fundou boa parte da indústria no País. Vale registrar também uma iniciativa importante de diversificação, a do Consórcio PIC, formado por Unipar, Norquisa e Grupo Suzano, que adquiriu 51% da Petroflex. Todas as três empresas já atuavam na petroquímica, mas com a compra da Petroflex entraram num mercado inteiramente novo para elas, o de elastômeros. Também a aquisição da Cia. Nacional de Álcalis pelo Grupo Frago Pires, que previamente concentrava suas operações em produção de sal e transporte marítimo, representou um movimento de diversificação empresarial.

Na indústria de fertilizantes, o processo de privatização foi bem mais simples e quase que inteiramente comandado pelo Consórcio Fertilfoz, montado por vários dos maiores fabricantes brasileiros de fertilizantes para adquirir a Fosfértil, fornecedora de nutrientes básicos essenciais para a indústria. O movimento de integração vertical para trás (88,3% do montante investido no setor) foi completado com a aquisição pela própria Fosfértil de dois outros supridores de nutrientes para a indústria de fertilizantes, a Ultrafértil e a Goiásfértil. Além desse movimento, merece menção apenas a participação dos empregados no processo de desestatização das três empresas mencionadas.

As empresas agrupadas sob o rótulo "outros setores" apresentam um padrão de adquirentes muito diferenciado para admitir comentários gerais. Deve-se ressaltar, contudo, que a presença expressiva de capital financeiro – nacional e estrangeiro – e, em menor medida, de fundos de pensão¹⁷ parece refletir a atratividade de empresas que atuam na dinâmica indústria aeronáutica, a Embraer e a Celma.

17 A aquisição da MAFERSA pela REFER, caixa de previdência dos funcionários da Rede Ferroviária Federal, também foi importante neste caso.

2.4 Comportamento das instituições financeiras

A avaliação das estratégias dos agentes que assumiram posições ativas no PND não deve ser encerrada sem que se analise separadamente o comportamento das instituições financeiras privadas nacionais. Elas investiram no PND o equivalente a US\$ 2,2 bilhões entre 1900 e 1994. Já se disse que isso corresponde a cerca de 30% do total arrecadado no período. Conquanto elevados, esses valores contrastam com o desenho original do programa de privatização no Plano Collor, que pretendia conduzir o grosso do processo através de vendas compulsórias de certificados de privatização às instituições financeiras e, adicionalmente, aos fundos de pensão¹⁸.

Já observamos que sua participação tendeu a se concentrar nas grandes empresas, principalmente as usinas siderúrgicas integradas, fato que atribuímos fundamentalmente à procura por ativos de maior liquidez. É possível também que a maior disponibilidade de informações tenha favorecido a escolha das empresas de maior porte pelos bancos. Esse nível de análise agregada para o conjunto das instituições financeiras, contudo, é insuficiente para explicitar outros aspectos relevantes do problema.

Avaliar o sucesso ou fracasso do PND em reforçar a inserção produtiva do capital financeiro nacional é uma questão que se coloca de imediato, inclusive porque a fragilidade da estrutura de capital das firmas industriais brasileiras tem sido apontada recorrentemente como uma séria restrição à sua competitividade (Coutinho, Ferraz, 1994). Pesquisas recentes sobre as estratégias perseguidas por cinco dos maiores grupos bancários – BRADESCO, Itaú, UNIBANCO, Nacional e Real – constituem um quadro de referência para esse tema (Costa, Lopreato, 1995a, b, c, d, e). Contrariando o senso comum a esse respeito, os autores revelam que, à exceção do Nacional, todos tinham em comum importantes participações em empresas do setor produtivo¹⁹. Apontam, por exemplo, que os dois maiores bancos nacionais,

18 Prado (1994, p. 117-140) mostra como as principais características desse título, peça essencial do programa em sua concepção original, foram sendo alteradas em função da pressão política contra seus ditames mais onerosos ao setor financeiro, levando à reformulação de um projeto cuja viabilidade dependia crucialmente da possibilidade – que não estava posta – de deslanchar rapidamente um amplo movimento de venda de empresas estatais.

19 Não é difícil estender a lista de grupos bancários com forte inserção produtiva. Garantia, Bamerindus, Econômico e Safra são exemplos óbvios. Nessa perspectiva, a pequena dimensão dos negócios produtivos da maioria dos bancos brasileiros talvez deva ser reinterpretada como decorrendo mais de seu porte relativamente modesto e, em muitos casos, da rejeição à formação de associações do que propriamente da aversão à inversão produtiva direta.

BRADESCO e Itaú, possuíam ativos produtivos avaliados, respectivamente, em US\$ 1,5 bilhão e US\$ 800 milhões. As participações costumam apresentar um perfil razoavelmente diversificado, embora apenas no caso do BRADESCO seja possível observar a composição de uma carteira de ativos orientada pela perspectiva de ampla abrangência setorial. Em outros âmbitos, contudo, desaparece a convergência entre as estratégias de inserção produtiva dos bancos. Não são discerníveis padrões quanto à extensão do controle do capital, formas organizacionais, busca de comando administrativo e operacional nem tampouco no que se refere à natureza do processo de expansão e diversificação.

O PND, nesse contexto, permitiria aos grandes bancos aprofundarem suas inserções produtivas nas direções definidas pelo perfil das empresas a serem privatizadas. Existem, contudo, indícios de que essa orientação não era a desejada pelos bancos. Entre os dez que lideraram o setor bancário nos leilões de privatização (Tabela 3), somente BRADESCO (siderurgia) e Econômico (petroquímica) já possuíam antes do PND participações relevantes nos setores submetidos à privatização. De maneira ainda mais nítida, porém, os casos de alienação pelo Bamerindus, UNIBANCO e Bozano-Simonsen de boa parte das ações compradas ao longo da privatização revelam que o processo representou para muitos bancos uma boa oportunidade de negócio a curto e médio prazos, não mais do que uma efêmera aplicação de *portfolio*. Não à toa, a liquidez do ativo parece ter sido um requisito tão crítico para a seleção das empresas a serem adquiridas.

A Tabela 4 resume informações de algumas das operações de revenda de ações das empresas privatizadas. A precariedade da base de informações, constituída por relatos esparsos da imprensa, sugere cautela em sua análise. Por um lado, existem evidências de outras transações com ações de empresas privatizadas, como é o caso das vendas de participações do Grupo Safra na ACESITA e do Grupo Multiplic na USIMINAS, a respeito das quais, contudo, não estão disponíveis maiores informações. De outro, mesmo para as operações reportadas, as informações não são precisas. À exceção do montante global da transação, não são conhecidas outras informações sobre as condições de revenda das ações. Além disso, no tocante aos dispêndios dos bancos com a aquisição dessas ações, dispomos apenas de estimativas baseadas nos preços médios praticados nos leilões de privatização e na média dos deságios das moedas empregadas pelo conjunto dos adquirentes na compra da cada empresa (veja-se a nota aposta à Tabela 4). Por fim, é evidente que o cálculo da rentabilidade da aplicação de capital exige que se considere uma série de elementos para os quais tampouco se dispõe de informações, como o recebimento de dividendos e o próprio custo de oportunidade do capital aplicado nas ações.

Tabela 3

**GRUPOS FINANCEIROS
COMPRADORES DE EMPRESAS ESTATAIS NO BRASIL (1990-94):
DISTRIBUIÇÃO POR SETOR**

em US\$ milhões

Instituição financeira	Siderurgia	Química	Fertilizantes	Outros	Total	Ranking
Bozano, Simonsen	405,1			8,9	414,0	30 ^o
Econômico	213,0	109,6			322,6	7 ^o
Bamerindus	223,0	31,9	13,5		268,4	3 ^o
BRABESCO	171,4			2,0	173,4	1 ^o
Fundo Poolinvest	108,0	52,4			160,4	2 ^o
BCN	121,3				121,3	11 ^o
UNIBANCO	103,8				103,8	4 ^o
Real	31,9	63,6			95,5	6 ^o
Safra	50,1			22,5	72,6	9 ^o
Multiplic	45,6				45,6	14 ^o
Outras instituições	338,2	44,2	6,1	30,5	419,0	
Total	1.835,3	238,8	19,6	63,9	2.220,5	

Fontes: Tabela 1 e Gazeta Mercantil [Balanço Anual, 1990].

Notas: 1) O *ranking* refere-se à posição de cada instituição na lista dos 40 maiores bancos comerciais e/ou de investimento, ordenados segundo o patrimônio líquido computado em 30 de junho de 1990.

2) O Fundo Poolinvest é constituído pelos Bancos Itaú e BANESPA (Passanezi, 1992, p. 99).

3) Os valores relativos ao investimento total e na indústria química das instituições financeiras não conferem com os apresentados na Tabela 1. A razão da discrepância é a inclusão na Tabela 3 de operações da Conepar, *holding* de participações petroquímicas controlada pelo Grupo Econômico. Adotando-se como critério o controle do capital, deve-se reconhecer a subordinação da Conepar a um grupo bancário. Não obstante, na construção da Tabela 1 o interesse primordial era identificar a orientação estratégica que guiou cada transação do processo de privatização. Nessa perspectiva, as operações da Conepar, cuja atuação no setor petroquímico precede o PND, foram classificadas como uma iniciativa de expansão horizontal.

Tabela 4

OPERAÇÕES DE REVENDA
DE AÇÕES DE EMPRESAS PRIVATIZADAS EM 1996:
ESTIMATIVA DOS VALORES TRANSACIONADOS

Empresa	Primeiro comprador	Parcela vendida do capital (%)	Segundo comprador	Valor na revenda	em US\$ milhões Valor na privatização		
					I	II	III
CSN	Bamerindus	9,10	Vicunha e outros	250,0	163,7	78,6	88,9
	Bozano	6,63		238,0	231,6	104,9	118,1
USIMINAS	Econômico	5,66	Camargo Corrêa (4,3%) e grupo de controladores (11,37%)				
	Bamerindus	2,35					
	BCN	1,03					
CST	Bozano	34,14	Acesita	513,0	149,8	68,2	89,0
	UNIBANCO (Ilva)						

Fontes: Gazeta Mercantil, Revista Exame, Pinheiro, Giambiagi (1994) e Prado (1994).

Nota: O valor de cada bloco de ações na privatização está avaliado de três maneiras distintas. A coluna I apresenta os valores de liquidação das operações, independentemente do instrumento utilizado. Já as colunas II e III apresentam estimativas alternativas do desembolso efetivo dos adquirentes iniciais, de acordo com a cesta de moedas utilizadas no leilão de cada empresa e as cotações desses títulos no mercado secundário ao longo do tempo. Na coluna II, empregamos os deságios médios estimados em cada caso por Pinheiro, Giambiagi (1994, p. 746): 52% na CSN, 54,5% na CST e 54,7% na USIMINAS. Os deságios empregados no cômputo da Coluna III correspondem ao limite inferior das estimativas de Prado (1994, p. 116): 45,7% na CSN, 40,6% na CST e 49% na USIMINAS.

A despeito de todas essas qualificações, não parece muito arriscado afirmar que a privatização foi de fato um bom negócio para os bancos, ainda que seus ganhos tenham tido extensão muito diferenciada. No caso da venda de ações da USIMINAS, a operação foi consumada a valores nominalmente próximos dos leilões de privatização. Considerando-se os deságios das “moedas podres”, a valorização do capital investido – medida em US\$ correntes e, portanto, atenuada em certa medida pela apreciação em termos reais da moeda nacional durante o período – teria sido de no mínimo 102%. O ganho foi maior no caso da venda de participações do Bameridus na CSN e principalmente do UNIBANCO e do Bozano-Simonsen na CST: pelo menos 181 e 476%, respectivamente. É inescapável observar que esses valores por si mesmos lançam sérias dúvidas sobre a eficácia do modelo de privatização dos Governos Collor e Itamar Franco com respeito à maximização dos resultados fiscais. Fica posta em xeque particularmente a cândida expectativa de que a concorrência entre os interessados em desovar seus estoques de moedas de privatização fosse um mecanismo suficiente para assegurar que o Estado captasse indiretamente os deságios com que esses títulos eram negociados nos mercados secundários.

De todo modo, seja por seu posicionamento setorial, seja pelo horizonte de inversão mais largo, as empresas privatizadas entre 1990 e 1994 em geral não apresentavam um perfil convergente com as inserções produtivas dos principais grupos bancários nacionais. O próprio *ranking* de bancos com participações mais efetivas na privatização – cuja ordenação é diferente daquela que hierarquizava no início da década os maiores bancos privados nacionais por patrimônio líquido e, possivelmente, por disponibilidade de moedas de privatização – sugere que algumas instituições preferiram arcar com o ônus da desvalorização de títulos que carregavam em carteira a convertê-los em ações nos leilões de privatização²⁰. A escolha quanto a estas duas alternativas considera não apenas as estratégias de cada banco quanto à sua inserção produtiva (provisória ou não) mas também o *trade-off* entre conveniências fiscais e societárias na venda dos títulos de privatização. O reconhecimento de perdas contábeis associadas à venda de ativos por preço inferior ao custo de aquisição, sempre interessante do ponto de vista tributário, esbarra em empresas de capital aberto no impacto negativo que lucros menores ou prejuízos maiores têm sobre as cotações das ações da empresa. A diversidade de posições dos bancos quanto a esses elementos é importante para explicar suas orientações díspares no processo de privatização.

20 Prado (1994, p. 116), mesmo reconhecendo a precariedade das informações e ressaltando a variabilidade no tempo e de acordo com o tipo de título, estima que o deságio médio das moedas utilizadas na compra das 11 maiores empresas privatizadas até o final de 1993 situou-se entre 42 e 46%. Dados apresentados por Pinheiro, Giambiagi (1994, p. 746) indicam uma estimativa de 53% para a média do deságio nas operações realizadas até julho de 1993.

3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo deste trabalho, foram analisadas as estratégias perseguidas pelos compradores de empresas desestatizadas na etapa manufatureira do PND (1990 a 1994). Não é nossa intenção retomar aqui as conclusões mais significativas já expostas. Procuraremos, sim, nesta seção final, destacar dois pontos que não foram detalhados anteriormente.

Primeiramente, deve-se assinalar que os interesses empresariais associados à estrutura produtiva prévia e as diferentes estratégias dos agentes financeiros com relação ao uso das chamadas moedas podres foram os dois elementos de maior importância na seleção dos compradores de empresas estatais durante o período estudado. Em última instância, são esses fatores que explicam o amplo predomínio de bancos, fundos de pensão e capitais previamente relacionados com as empresas privatizadas (como concorrentes, na posição de consumidores de matérias-primas ou ainda como acionistas minoritários) sobre outros compradores em potencial, especialmente sobre o capital estrangeiro. Com efeito, tudo o mais constante, era realmente de se esperar que capitais com nexos produtivos ou concorrenciais com as empresas submetidas à desestatização e agentes com grande disponibilidade de moedas podres se mostrassem mais interessados na aquisição das estatais, aceitando inclusive oferecer lances mais altos nos leilões de privatização²¹.

O valor de venda das empresas privatizadas é outro aspecto importante do problema. A evolução das cotações das ações dessas empresas e os vultosos ganhos de capital auferidos na sua revenda por alguns dos compradores originais permitem julgar, na perspectiva atual, que os mecanismos adotados nas privatizações dos Governos Collor e Itamar Franco de fato não foram os ideais para maximizar a receita obtida pela União, o que não deixa de colocar em dúvida o rigor com que foram definidas as condições de venda.

21 A evidente transformação ocorrida no perfil dos compradores de estatais na fase atual do PND, em que predominam os serviços de utilidade pública, não chega a surpreender. É a consequência natural da oferta de ativos em setores com maior potencial dinâmico e/ou nos quais a articulação com blocos de capital privado nacional era quase sempre muito mais frágil.

4 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BARNETT, D. F., CRANDALL, R. W. *Up from the ashes: the rise of steel minimill in the United States*. Washington: Brookings Institution, 1986.
- BNDES. Siderurgia brasileira: questões e perspectivas. Rio de Janeiro, *Série Estudos BNDES*, n. 5, 1987.
- . *The brazilian privatization program*. Rio de Janeiro, 1991. mimeo.
- . *Programa Nacional de Desestatização: Sistema de Informações*. Rio de Janeiro, mar. 1996.
- COSTA, F. N., LOPREATO, F. L. C. *Grupo Bradesco*. Relatório de pesquisa do projeto “Grupos econômicos da indústria brasileira e a política econômica: estrutura, estratégia e desafios”. Convênio FUNDAP/FECAMP/IE-Unicamp. Campinas, 1995a.
- , ----. *Grupo Moreira Salles*. Relatório de pesquisa do projeto “Grupos econômicos da indústria brasileira e a política econômica: estrutura, estratégia e desafios”. Convênio FUNDAP/FECAMP/IE-Unicamp. Campinas, 1995b.
- , ----. *Itaú*. Relatório de pesquisa do projeto “Grupos econômicos da indústria brasileira e a política econômica: estrutura, estratégia e desafios”. Convênio FUNDAP/FECAMP/IE-Unicamp. Campinas, 1995c.
- , ----. *Nacional*. Relatório de pesquisa do projeto “Grupos econômicos da indústria brasileira e a política econômica: estrutura, estratégia e desafios”. Convênio FUNDAP/FECAMP/IE-Unicamp. Campinas, 1995d.
- , ----. *Banco Real*. Relatório de pesquisa do projeto “Grupos econômicos da indústria brasileira e a política econômica: estrutura, estratégia e desafios”. Convênio FUNDAP/FECAMP/IE-Unicamp. Campinas, 1995e.
- COUTINHO, L. G., FERRAZ, J. C. (Orgs.). *Estudo da competitividade da indústria brasileira*. Campinas: Papirus/Unicamp, 1994.
- GUERRA, F. P. A experiência de privatização na AÇOMINAS. In: MENDONÇA, J. S. (Org.) *Anuário do Instituto Liberal de São Paulo* (1994): conferências. São Paulo, 1995.
- MARQUES, I. *L'Industrie Sidérurgique*. Relatório de pesquisa do projeto “Desenvolvimento tecnológico da indústria e constituição de um sistema nacional de inovação no Brasil”. Convênio IPT/FECAMP/UNIDO. Campinas, 1990.

- MELLO, M. F. *A privatização no Brasil: análise dos seus fundamentos e experiências internacionais*. São Paulo: Faculdade de Economia e Administração da USP, 1992. (Tese de Doutorado).
- OLIVEIRA, J. C. *Firma e quase-firma no setor industrial: o caso da petroquímica brasileira*. Rio de Janeiro: Instituto de Economia Industrial da UFRJ, 1994. (Tese de Doutorado).
- PASSANEZI FILHO, R. *Saneamento financeiro e privatização da siderurgia brasileira*. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 1992. (Dissertação de Mestrado).
- PAULA, G. M. *A privatização da indústria siderúrgica brasileira*. Relatório de pesquisa do projeto "Grupos econômicos da indústria brasileira e a política econômica: estrutura, estratégia e desafios". Convênio FUNDAP/FECAMP/IE-Unicamp. Campinas, 1995.
- PINHEIRO, A. C., GIAMBIAGI, F. Brazilian privatization in the 1990's. *World Development*, v. 22, n. 5, p. 737-753, 1994.
- PINHO, M., SILVEIRA, J. M. F. J. *Privatização, estratégias empresariais e estrutura industrial*. Campinas: IE-Unicamp, 1997. mimeo.
- PRADO, S. R. R. *Intervenção estatal, privatização e fiscalidade: um estudo sobre a constituição e crise do setor produtivo estatal no Brasil e os processos de privatização a nível mundial*. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 1994. (Tese de Doutorado).
- TAMBASCO, M. J. A. A experiência de privatização na Cosipa. In: MENDONÇA, J. S. (Org.) *Anuário do Instituto Liberal de São Paulo* (1994). Conferências. São Paulo, 1995.