

Pratzen

IPEA/RIO
Documentação

Pratzen

Carlos von Boellinger

IPEA

Setembro de 1990

Privatização

IPEA / RIO
Documentação

em debate institucional

Carlos von Doellinger

IPEA

Setembro de 1990

INTRODUÇÃO

O objetivo desse trabalho é a análise do atual Plano Nacional de Desestatização sob a ótica institucional do processo de privatização em si, em confronto com as experiências bem sucedidas da Europa e os modestos resultados, no Brasil, com programas similares, nos últimos dez anos.

Com esse objetivo, o texto é organizado da forma seguinte. O primeiro capítulo procura analisar os objetivos a serem atingidos, verificando a consistência intrínseca e possíveis conflitos. O capítulo II resume a experiência recente na Grã-Bretanha, França e Espanha, três casos considerados bem sucedidos em programas desse tipo, procurando selecionar o que poderia ter aplicabilidade no caso brasileiro.

No capítulo III passa-se em revista a própria experiência brasileira desde a criação da Comissão de Desestatização, em 1980, após a instituição da SEST (Secretaria de Controle das Empresas Estatais). Procura-se com isso as possíveis causas dos resultados medíocres, em confronto com a experiência europeia, no mesmo período.

O capítulo IV analisa as regras atuais do Plano de Desestatização, procurando avaliar sua consistência à luz dos objetivos pretendidos e dos instrumentos a serem utilizados, tomando como padrões de referência as conclusões dos capítulos anteriores. Finalmente, o capítulo V resume as principais conclusões do trabalho. Em anexo a legislação pertinente e uma resenha bibliográfica do tema.

1. A COMPATIBILIZAÇÃO DOS OBJETIVOS

Há vários objetivos a serem atingidos com a privatização das empresas estatais, como bem aparece explicitado na lei de criação do Programa Nacional de Desestatização. Na ausência de conflitos, pode-se entender que a eficiência do processo será tanto maior quanto mais intensamente e rapidamente se atingir aqueles objetivos mais desejados. É como se tivéssemos uma função-objetiva com diferentes ponderações para cada meta a ser atingida. Torna-se assim importante a discussão preliminar desses objetivos, dos possíveis conflitos e de alguma suposta hierarquização em decorrência de metas mais globais da política econômica do governo.

A análise dos documentos oficiais e dos pronunciamentos e declarações das autoridades sobre o tema permite listar pelo menos cinco objetivos com a privatização de empresas estatais:

1. Redistribuição de funções do setor público na economia, com conseqüente reestruturação patrimonial.

Há hoje crescente aceitação de que o setor público em economias de mercado deve se concentrar no suprimento dos chamados "bens públicos", em sua conhecida concepção, ou bens e serviços de interesse social cujo suprimento é pouco atraente ao setor privado. Isso incluiria notadamente a oferta de educação básica, saúde pública, segurança interna e externa, justiça e seguridade social.

A ação do governo na economia deve ser basicamente regulatória, porém com mínima interferência no funcionamento dos

mercados. Repudiava-se cada vez mais o governo como agente de produção; o Estado como empresário. Esse estado de espírito predomina hoje em quase todas as partes do mundo, e já atingiu dimensões dramáticas com a notória falência dos sistemas socialistas, ou de economias centralizadas. A falência do Estado é igualmente notória nos países em desenvolvimento em vias, entre eles o Brasil.

Há assim um duplo sentido nesse objetivo: de um lado, uma postura normativa frente à ineficiência óbvia do Estado-empresário; de outro, a força dos fatos: o setor público, desprovido de meios, e sem capacidade de absorver recursos do setor privado, não tem outra alternativa senão dispor de seu patrimônio para solvência e atendimento de suas funções primordiais.

Aqui se coloca a questão fundamental dos futuros investimentos, dado que grande parte das empresas estatais concentram-se em áreas de grande importância para a economia como um todo, notadamente na infra-estrutura básica (energia, transporte, comunicação e insumos básicos). A recuperação dos investimentos nessas áreas é fundamental para a retomada do crescimento econômico, e dificilmente o setor público poderá arcar com essa empreitada sem a colaboração de recursos do setor privado.

A reestruturação patrimonial surge automaticamente. Qual o destino a ser dado aos recursos obtidos com a venda dos ativos do setor público? Ter-se-iam duas grandes alternativas: "transformá-los" em outros ativos, ou em serviços, nas áreas onde irá concentrar-se a ação governamental (área social, por

exemplo), ou reduzir o passivo. Essa escolha irá depender da eficiência dos dois tipos de decisões a serem

2. Reequilíbrio das contas consolidadas do setor público (eliminação do déficit público).

As empresas estatais têm se constituído em absorvedores de recursos (receitas) do setor público, seja através de subsídios (ou subvenções) às suas operações correntes (operacionais), ou através de transferências ao cumprimento do serviço de suas dívidas interna e externa. São em grande parte empresas endividadas e sem recursos para suportar os encargos de seus respectivos passivos. Torna-se ainda mais dramática a insuficiência de recursos próprios para suportar gastos com novos investimentos.

As razões dessa insuficiência são notórias: dificuldades gerenciais, interferências políticas, corporativismo dos funcionários, interferência do governo na fixação de preços e tarifas irrealis, entre outras. São males normalmente associados ao Estado-empresário. A eficiência e o lucro são exceções à regra.

Nessas condições, a transferência dessas empresas ao setor privado automaticamente reduz o déficit consolidado, mesmo sem considerar a receita da venda dos ativos, que metodologicamente, convém observar, não deve ser computada no resultado operacional do setor público consolidado. Porém, se esses recursos forem utilizados para a redução da dívida do setor público, ao invés de cobrirem gastos (de capital ou correntes), o efeito é mais forte, pois a redução do passivo permite maior

redução dos encargos da dívida. Reequilibrando dessa forma a posição patrimonial, com redução do passivo e ativos. Como o serviço da dívida em muito supera a "remuneração" dos ativos do setor público, há com isso um ganho considerável para o objetivo de equilíbrio financeiro do setor público de forma permanente, no futuro.

É portanto notório que a prevalência do objetivo de reequilíbrio das contas do governo (eliminação do déficit público), em função de objetivos mais amplos de política econômica - eliminação da inflação e recuperação dos investimentos do setor privado - acarreta a destinação dos recursos à redução da dívida do setor público. Assim a redistribuição de funções, em favor das demais áreas de atuação do poder público, far-se-ia "na margem", ou seja, com a disponibilidade de receita advinda de menores encargos correntes futuros, ou de aumentos de receita corrente (arrecadação).

No passivo consolidado do setor público, contudo, a dívida externa supera a dívida interna. Faz sentido utilizar a conversão de dívida externa na privatização? Em que condições? Trata-se, na verdade, de uma discussão específica, que constituiria outro possível objetivo almejado com a privatização.

3. Redução da dívida externa

O setor público detém hoje a quase totalidade da dívida externa, que supera cem bilhões de dólares. A dívida interna, mobiliária ou contratada, não atinge 80% desse montante (considera-se, no caso, apenas o setor público federal). Em diversos países da América Latina a conversão da dívida externa

tem sido utilizada como importante instrumento de privatização. Mesmo nos países europeus há destaque para a participação de capitais estrangeiros na privatização. Como se verá mais adiante, em alguns casos a dívida é transformada em participação no capital.

A situação brasileira nesse aspecto é um tanto peculiar. A moratória de fato da dívida externa, desde julho de 1989, eliminou essa pressão imediata sobre o déficit público, enquanto os encargos sobre a dívida mobiliária vem sendo cumpridos regularmente.

Se essas circunstâncias pudessem ser mantidas indefinidamente, esse objetivo seria menos relevante. Mais vantajoso seria resgatar a dívida interna. Além disso argui-se, com razão, que o valor "de mercado" da dívida brasileira é inferior ao "valor nominal" dos títulos, e portanto convertê-la, nessas circunstâncias, em capital, representaria venda dos ativos públicos a preço vil.

Essa argumentação certamente contribuiu para a decisão do governo de privilegiar a privatização com recursos internos, através da "moeda" dos certificados de privatização.

Porém, é óbvio que as discussões para renegociação da dívida externa terão que conduzir, em algum momento futuro, para a retomada dos pagamentos. Por outro lado, torna-se pouco atraente para possíveis adquirentes internos a compra de empresas estatais endividadas no exterior, até porque possivelmente não terão os benefícios das moratórias.

A utilização da conversão de dívida, especialmente de forma direta, ou seja, o credor convertendo dívida em capital na

mesma empresa, pode ser objetivo desejável, desde que seja possível chegar-se ao "justo preço" da dívida. A determinação desse preço levaria em conta o deságio que prevaleceria no mercado internacional caso fosse negociada a parcela da dívida que o governo estaria disposto a converter em capital de empresas estatais. A questão, portanto, se resume a encontrar, talvez até no contexto das renegociações com os credores externos, uma parcela da dívida externa do setor público que o governo considerasse admissível para conversão em capital, definindo-se então o valor de mercado desse ativo financeiro, que se constituiria em "moeda" alternativa da privatização.

Os efeitos dessa conversão sobre a política monetária devem ser avaliados nessa decisão. Nesse caso é importante considerar as empresas que detêm depósitos no Banco Central para pagamentos dos encargos externos (depósitos em moeda nacional), cuja conversão resultará em expansão monetária resultante da liberação desses recursos. A maior parte das empresas, no entanto, beneficiaram-se do não recolhimento, obtendo para isso operações de crédito junto ao Tesouro Nacional, repassadas pelo Banco do Brasil. Nesses casos a conversão não implica em expansão monetária, mas tão somente cancelamento desses débitos com o Tesouro.

4. Regras estáveis da interferência indireta do governo na economia.

Quase tão importante quanto a realocação das funções do setor público na economia, é sua menor influência distorsiva nos mercados. A contenção abusiva de tarifas e preços das estatais é

um exemplo marcante e sempre mencionado dessa situação. A redução do Estado-empresário propicia a redução da manipulação das empresas estatais no atingimento de objetivos conflitantes com seus próprios critérios de desempenho, não raro por influência de objetivos governamentais que acabam não sendo atingidos.

Em vista dos antecedentes, torna-se necessário o compromisso do Poder Público com a manutenção de regras estáveis de tarifas e preços, do contrário dificilmente aparecerão compradores, e sobretudo, mais difícil ainda tornar-se-iam as decisões de investir por parte do setor privado. A sugestão, no caso, é a criação de "agências de regulação" semelhantes àquelas acordadas entre o governo francês e as empresas privatizadas. Esse assunto será abordado mais adiante.

5. Outros objetivos: ampliação dos mercados de capitais, democratização do capital e participação dos empregados nos resultados das empresas.

Os exemplos de privatização nos países europeus mostra ser possível, e desejável, associá-los a um amplo processo de pulverização do capital dessas empresas. Ampliase assim a base dos mercados de capitais, visto que as ações que antes ficavam retidas nos cofres públicos passam a ser negociadas rotineiramente nos mercados secundários de valores (bolsas e mercados de balcão), ampliando-se destarte o número de participantes desses mercados com efeitos sinérgicos na ampliação do capital acionário das empresas privadas.

A pulverização do capital traz consigo a democratização do capital, conquanto possa existir sempre a presença de algum

grupo controlador. A democratização com ampliação do número de acionistas foi objetivo igualmente destacado da experiência européia, e contribuiu para o sucesso da venda das maiores empresas, que de outra forma não encontrariam adquirentes.

Junto a esse processo, foi também destacada a participação dos empregados. Frequentemente a venda de ações aos funcionários precedia a colocação ao público, e era facilitada por condições mais favoráveis, com financiamentos especiais. Altingiarse com esse procedimento dois objetivos: os empregados eram cooptados no processo, anulandose dessa forma grande parte da resistência política contra o processo de privatização, e passavam a trabalhar de forma mais intensa e aplicada para o aumento da produtividade e melhoria dos resultados da empresa. Os empregados transformaram-se também, como acionistas, em atentos fiscais dos atos de gestão das empresas.

Em resumo, é possível compatibilizar os objetivos. A realocação das funções do Estado na economia, no sentido dos "bens públicos", permite a alocação mais eficiente de recursos e melhor eficiência gerencial. A privatização voltada a esse objetivo, acompanhada de regulação adequada, mórmente na fixação de preços e tarifas, propicia a recuperação dos investimentos privados.

As receitas obtidas devem ser utilizadas no resgate do passivo governamental, para com isso ter-se de forma mais duradoura, - permanente, o reequilíbrio financeiro do setor público. Essa redução deveria incluir alguma parcela da dívida externa, no bojo da renegociação com os credores, de forma a propiciar novas regras para a conversão da dívida. É importante,

Fundamental, que o processo de privatização leve sempre em conta as demais objeções da política econômica, especialmente a de Estabilização.

Finalmente, parece conveniente e eficaz, incluir no processo os mercados de capitais, o que permitiria a pulverização das vendas e a participação dos funcionários. Esse efeito de privatização poderia estabilizar a venda de empresas de grande porte e facilitar a colaboração dos funcionários, além de contribuir para a ampliação do próprio mercado de ações.

II. A EXPERIENCIA EUROPEIA DE PRIVATIZACAO

A leva de privatização européia teve início no final dos anos 70. Os diagnósticos que conduziram a essas decisões foram sempre muito similares: o crescimento da estatização era acompanhado de crescente ineficiência e de aumento considerável do déficit público, com todas as suas conhecidas sequelas.

Iniciou-se então uma reação liberal, em oposição ao trabalhismo e ao socialismo que dominou a maioria dos governos ao longo da década de 60 e 70. Essa reação liberal teve como bandeira de luta a drástica redução do papel do Estado na economia, bem como a realocação de suas funções.

Na prática, apesar do diagnóstico comum, os diversos programas de privatização mostraram-se ricos em variações, como veremos a seguir ao examinar as experiências da Grã-Bretanha, França e Espanha.

Essa seção do trabalho se baseia em um resumo da ampla compilação dessas experiências feita pela assessoria econômica da Bolsa de Valores de São Paulo ⁽¹⁾, complementada por dados e

informações mais recentes do desempenho dos programas de privatização e da economia daqueles países.

1. A privatização na Grã-Bretanha

Em nenhum outro país a privatização foi tão profunda e tão diversificada. Esteve sempre associada à forte determinação política, desde a primeira eleição de Margaret Thatcher, em 1979. Porém, a simples observação de alguns dados de desempenho da economia britânica nos anos 70 são suficientemente convincentes para indicar fortes razões "de facto" para a grande guinada liberal iniciada naquele ano.

Para um país europeu, a inflação média de 14,6% ao ano, na década de 70, era quase insuportável. Essa taxa foi a mais alta dentre todos os países industrializados⁽²⁾. O crescimento real médio do PNB foi de 1,6% ao ano, no mesmo período, situando-se no nível médio mais baixo entre todos os países industrializados⁽²⁾. Em 1979, o setor estatal britânico respondia por 10% do PNB, 7% do total de investimentos, e 15% do total de empregos, dominando os setores de energia, transporte, comunicações, aço e construção naval.

Deflagrado o processo de privatização, ao longo de toda a década de 80, como parte integrante de um amplo conjunto de reformas liberais e de políticas de estabilização, os resultados foram notáveis.

(1) Bovespa : O Caminho da Privatização, São Paulo, maio de 1990

(2) FMI : World Economic Outlook, maio, 1990, p.132

O déficit público, que era de 3,7% do PNB em 1979, situou-se em 1,2% em 1986, atingindo superávit de 0,8% em 1989.

A inflação baixou, da média de 11,6% ao ano, na década de 70, para menos de 2% na década de 80. A taxa de crescimento foi negativa no biénio 1980/81, em decorrência do programa de estabilização, mas recuperou-se a partir de então, situando-se, no restante da década, em torno de 1% ao ano.

A retomada do crescimento permitiu a recuperação do nível de emprego, que havia se deteriorado entre 1981/85 em consequência do programa de estabilização da economia. Essa taxa, que chegou a atingir 10,9% da força de trabalho, situou-se em 1989 em 12,3%⁽³⁾.

O impacto sobre o mercado de capitais foi talvez o aspecto mais significativo do programa. O número de acionistas triplicou entre 1979 e 1989, tendo atingido a 9 milhões de pessoas nesse último ano. Esse número é superior ao total de empregados sindicalizados, representando uma grande vitória política para o Partido Conservador. Com isso foi possível grande fortalecimento do mercado de capitais, de sorte a que o valor de mercado dos títulos das empresas negociadas em bolsa aumentou de US\$205 bilhões, em 1980, para US\$712 bilhões em 1986. Esse efeito pode ter contribuído para a recuperação dos investimentos a partir de 1985. A taxa anual média de crescimento da formação bruta de capital fixo, no período 1972/81, havia sido **negativa**

(3) World Economic Outlook, op. cit., p.127

(- 5,8%), indicando o pior desempenho entre todos os países industrializados. Recuperou-se a partir de 1986, e em 1988 atingiu a 13,7%.

Até novembro de 1989, quando foi vendida a empresa de águas do Saff, havia-se logrado privatizar 40% dos ativos estatais, transferindo-se ao setor privado 455.000 empregos. A receita obtida com as ofertas públicas das 16 maiores empresas privatizadas foi de quase 28 bilhões de libras, com custo de 169 milhões de libras, incluindo empresas de petróleo, aviação, gás, siderúrgicas, telecomunicações, motores de automóveis, construção de aviões, etc..

A avaliação global do processo é positiva no sentido do pleno atingimento dos objetivos mencionados no capítulo anterior. Vejamos, então, como se desenvolveu o processo em si.

A operacionalização da privatização desenvolveu-se por três modalidades básicas: vendas em bolsas de valores (public flotation), vendas a consórcios de empregados e administradores (management buyout) e venda direta a grupos privados (private sales).

1. Vendas em bolsas (public flotation)

Trata-se de ofertas públicas através de prospecto de venda. Foram as que tiveram mais importância, e incluíram as maiores e mais conhecidas empresas. Por essa modalidade, no entanto, só foram privatizadas empresas lucrativas. O custo dessas operações é relativamente alto, tendo em vista a necessária publicidade, as campanhas de esclarecimento e, não raro, "facilidades" na aquisição para atrair os acionistas.

Essas facilidades incluem a fixação do preço da ação abaixo do mercado, permitindo ganhos patrimoniais aos compradores, e esquemas de compras facilitadas para o grande público e os empregados, com bônus em ações. As vendas seguiram duas formas: a preço fixo (offer for sale) e leilão (sale by tender). A colocação a preço fixo visa a atingir o maior número possível de acionistas, e portanto valoriza a democratização do capital, objetivo caro ao governo conservador britânico. No leilão é estipulado preço mínimo, mas o preço efetivo de colocação é determinado pelo mercado. A receita do leilão geralmente é superior à obtida em operações a preço fixo. Muitas das privatizações, no entanto, foram realizadas por operações sucessivas, com parcelas do capital vendidas a preços fixos, de início, e posteriormente parcelas complementares em leilão. As vendas posteriores em leilão, a preços superiores, mostravam o sucesso da colocação, visto que a motivação do leilão era precisamente a valorização dos papéis nos mercados secundários.

A venda da British Petroleum é um exemplo típico de "operações combinadas". Em novembro de 1979, logo no início do processo, foi colocada à venda 5% do capital a preço fixo. Como a empresa era de capital misto, essa colocação tornou o governo acionista minoritário (participação inferior a 51%). Seguiu-se uma venda a leilão (7% do capital) e uma última, de 36,8% do capital, em outubro de 1987, através de uma operação combinada: o público inglês pôde adquirir os papéis a preço fixo, enquanto aos investidores institucionais e estrangeiros foi dada oportunidade de participar em leilão.

O caso mais conhecido e citado de leilão em bolsa foi o

da British Telecom, realizado em 1984. Foi o maior leilão de privatização, talvez o maior do mundo, com 3,3 milhões de pessoas adquirindo ações no valor de 3,9 bilhões de libras.

ii. Vendas a consórcios de empregados e administradores (management buyout).

As empresas vendidas dessa forma eram em geral menos atraentes para o grande público e os mercados de bolsas, seja por sua baixa lucratividade (ou mesmo prejuízo), ou por ausência de perspectivas no setor em que atuavam. Empregados e administradores, diante da realidade da necessidade de privatização, e da alternativa de pura extinção da empresa, consorciavam-se e assumiam a compra.

Um exemplo típico desse tipo de operação foi o da National Fright Company (NFC), empresa de frete rodoviário, vendida em 1982. Foi adquirida por um consórcio de 9000 empregados, 1300 ex-funcionários aposentados e quatro bancos. É considerada como uma das primorosas operações de engenharia financeira do gênero, até pelo seu grande sucesso: a produtividade da empresa aumentou 30%, e os lucros mais que duplicaram, entre 1981 e 1982.

iii. Vendas a grupos privados (private sales)

Vendas a um ou diversos grupos, sendo um deles controlador e administrador. É uma forma rápida e barata de venda, e incluíam também empresas pouco conhecidas e sem atração para os mercados de capitais, seja por ausência de lucratividade ou por seu pequeno porte. Essa modalidade é a que vem sendo

praticada no Brasil nos últimos anos, embora, aqui, através de licitações em bolsa, como veremos mais adiante.

O processo de privatização inglês criou alguns mecanismos inovadores que ajudaram a torná-lo amplo e profundo, bem como a compatibilizá-lo com outros objetivos de política econômica.

As empresas que exerciam monopólios técnicos ou legais foram submetidas a "agências de regulação". Com isso substituiu-se a ação direta do Estado por ação apenas regulatória, em proteção ao consumidor e ao interesse público, mas preservando-se a rentabilidade da empresa.

As empresas consideradas estratégicas, sejam por motivações políticas ou econômicas, foram privatizadas sob a condição do governo permanecer com a então criada "golden share" ou "special share".

A "golden share" foi o instrumento legal criado em substituição ao controle acionário majoritário por parte do governo, para impedir o controle por acionistas estrangeiros, direito de obstrução nos casos de mudança de controle ou decisão, por assembleia, de liquidação da empresa.

A "golden share" era uma única ação, cujo titular era o Secretário de Estado responsável pela área onde atuava a empresa, e cujos direitos inerentes não poderiam ser alterados pela Assembleia dos Acionistas.

Cabe considerar de forma especial as "agências de regulação". Essas instituições tanto servem para preservar o interesse público e do consumidor, como para garantia da rentabilidade adequada das empresas, atraindo assim o interesse

los grupos privados

Foram criadas por lei, na forma de autarquias, com autonomia de ação administrativa no atingimento de seus objetivos legais. A direção dessas autarquias tem "status" semelhante ao de presidente de banco central. Uma vez indicado, age de forma independente do ministério a que está subordinado. Suas funções básicas são:

- i. determinar os preços dos bens e das tarifas, levando em conta o índice de preços e a rentabilidade mínima desejada;
- ii. promover a competição nos mercados onde operam monopólios;
- iii. garantir a prestação de serviços ou produção de bens não lucrativos, mas de interesse público, bem como a qualidade dos bens e serviços em geral.

Os casos mais importantes de regulação estão nos setores de telecomunicações e gás. Essa experiência parece dar importante sugestão para a privatização de empresas, no Brasil, nos setores de energia, transportes, portos e comunicações.

2. A privatização na França

O programa francês foi iniciado em 1986 como parte de uma nova concepção de política econômica, de corte liberal, com vistas à maior integração do país no mercado único europeu, previsto para 1992. Além da privatização, o plano previa a

liberação dos preços controlados, a eliminação do controle cambial, a reforma administrativa e a desregulação do mercado de trabalho.

Por contrariar as tendências seculares da sociedade francesa, sempre de caráter intervencionista e estaticante, e principalmente por ter lugar em pleno governo socialista de François Mitterrand, o programa de privatização determinado pelo Parlamento Francês foi dos mais ousados e ambiciosos. Teve por meta transferir ao setor privado, em cinco anos, 65 empresas, 9 grupos industriais, 1 companhia de seguros, duas "holdings" financeiras e 5 bancos, num total de ativos estimados em 50 bilhões de dólares.

Os objetivos do governo francês eram basicamente os seguintes:

- i. Retirar o Estado do setor produtivo, concentrando-o em suas funções primordiais;
- ii. Reduzir o déficit público, utilizando a receita da privatização na amortização das dívidas do setor público, ao reforço financeiro das demais empresas estatais e, em caráter residual, ao orçamento geral do Estado;
- iii. Fortalecer a importância de Paris como centro financeiro mundial e ampliar a base dos mercados de capitais.

O sucesso do programa foi total, entre 1986 e 1987. Foram privatizadas 28 das 65 empresas previstas, perfazendo 17

milhões de ordens de subscrição feitas por pessoas físicas e elevando o número de acionistas, cerca de quatro vezes do número em 1979. O déficit público declinou da média de 7% do PNB, nos primeiros anos da década de 80, para 2,1% em 1988 e 1,4% em 1989. A taxa de inflação, por seu turno, reduziu-se da média de 10,4% ao ano, no período 1972/81, para 3,5% ao ano, em 1989. ⁴⁾

A crise do mercado acionário, em outubro de 1987, interrompeu o processo de privatização, por ter reduzido as cotações das ações das empresas privatizadas a valores inferiores aos de lançamento. Houve recuperação posterior, mas o programa foi oficialmente interrompido em 1988, por um prazo de cinco anos. Esse fato chama atenção para alguns percalços de conduzir o processo exclusivamente através de operações em bolsas de valores, conquanto seja sempre desejável a utilização dos mercados secundários de ações. A Grã-Bretanha, que foi igualmente atingida pela crise das bolsas, não foi obrigada a descontinuar o processo, visto ter lançado mão das demais alternativas já enfocadas no item anterior. Essa constatação é especialmente válida para países com mercados secundários sujeitos a flutuações conjunturais, como é notoriamente o caso do Brasil.

O plano de privatização francês abrangia 5,5% do total de assalariados do país, 6% do PNB e 7% da formação bruta de

(4) World Economic Outlook, op. cit., p.140

capital fixo. Frente a esses objetivos - tão ambiciosos, foram estabelecidos alguns princípios básicos :

- i. Conferir à privatização forte conteúdo econômico, esvaziando conotações políticas. Excluiu-se do programa, então, empresas tradicionais do setor público ou monopólios legais, tais como, luz, gás, telefone, transporte público e energia nuclear. Excluiu-se também empresas em situação financeira delicada (siderurgia) e empresas consideradas estratégicas (aeronáutica e espacial).
- ii. Optar por privatizações totais das empresas, alternativamente ao lançamento por etapas (modelo inglês) de ações no mercado. Isto visou conferir total transparência às intenções do governo e excluir qualquer dúvida quanto à intenção de privatizar.
- iii. Escalonamento das operações, ao longo de cinco anos, para respeitar a capacidade de absorção dos mercados. A ausência de cronograma rígido possibilitou ajustar o ritmo de colocações das ações no mercado às condições da conjuntura econômica.
- iv. Transparência de avaliação, obtida através de pareceres de consultores da empresa e do governo, após auditoria contábil, sancionando posteriormente pela fixação de preço mínimo pela Comissão de Privatização, composta por sete membros de notório saber nos campos de economia e finanças.

- v. Preservação da independência das companhias privatizadas. Isso se daria, principalmente, pela pulverização dos títulos entre o público, para garantir ampla base acionária. Limitava-se a 20% do capital a parcela oferecida a estrangeiros e nenhuma pessoa poderia deter mais de 5% do capital.
- vi. Também diferentemente do modelo inglês, adotou-se um método constante para todas as operações no mercado, através de ofertas públicas de venda com preço prefixado e idêntico para todos os subscritores.

Na grande maioria dos casos, foi feita uma ampla difusão de ações, mediante oferta pública largamente divulgada. O grande público foi atraído e subcreveu em massa, acompanhado pelos assalariados das empresas privatizadas.

As colocações nos mercados internacionais atingiram sempre 20% do total das ações das companhias privatizadas. Menos favorecidos foram os investidores institucionais, em geral pouco atendidos em suas solicitações. A primeira grande operação foi feita em outubro de 1986, com a colocação de 11% do capital da empresa de petróleo Elf Aquitaine. Aperfeiçoando o processo, foi a vez da privatização da Saint-Gobain, em novembro do mesmo ano, no valor de US\$1,5 bilhão. Foi um grande sucesso. Novo êxito em janeiro de 1987, com a venda da Compagnie Financiere Paribas. Para uma oferta de 15 milhões de ações, foram solicitados mais de 180 milhões de títulos por parte de 3,6 milhões de pessoas físicas.

3. A privatização na Espanha

Como os demais países, também na Espanha o processo se inseriu em contexto mais amplo de reformas de cunho liberalizante, juntamente com um plano de abertura gradativa da economia ao exterior e modernização tecnológica da indústria. É curioso destacar, também nesse caso, que as reformas foram conduzidas por um governo socialista - Felipe González, do Partido Socialista Obrero Espanhol - eleito em 1982 com maioria parlamentar absoluta.

O sentido das reformas, contudo, foi marcadamente pragmático. A economia espanhola era atrasada tecnologicamente, ineficiente e "fechada", em relação aos países da Comunidade Económica Européia. Era preciso alterar drasticamente em situação, do contrário tornar-se-ia inviável o processo de integração à CEE, previsto para concretização plena em 1992.

De forma semelhante ao Brasil, a industrialização espanhola seguiu o modelo de substituição de importações, com o fechamento da economia, desde a década de 40, com a ampla disseminação de empresas estatais na infra-estrutura e de produção de insumos básicos nas décadas de 50 e 60. Além disso, nos anos 70 muitas empresas privadas foram absorvidas pelo Estado, em situações falimentares, por condicionantes políticos ou sociais.

Em vista dessa realidade, as privatizações tiveram duas vertentes básicas: "reprivatização" de empresas absorvidas pelo governo e privatização das estatais propriamente ditas. No primeiro caso incluíram-se também empresas que foram

"nacionalizadas" em períodos recentes (1982/1983), por dificuldades financeiras graves, mas que foram saneadas e reprivatizadas, um processo "zui-generis" de reorientação de rumos de política econômica. (5)

No que concerne às empresas originalmente estatais, onde reside o interesse maior desse "survey" convém distinguir entre as empresas "não lucrativas" daquelas que vinham apresentando desempenho satisfatório.

Algumas empresas sem viabilidade econômica foram simplesmente extintas. Foi o caso, por exemplo, da Potassa de Navarra (mineração e beneficiamento), cujos custos eram muito superiores aos preços internacionais de seus produtos.

Em outros casos, embora apresentando prejuízos, algumas empresas foram dadas como economicamente viáveis, desde que

(5) É citado sempre como o exemplo mais típico dessas ações o caso do grupo RUMASA, apropriado pelo governo em 1983. Com mais de 100.000 empregados em 700 empresas, o grupo vivia situação pré-falimentar, com patrimônio líquido negativo de dois bilhões de dólares. O saneamento do grupo custou ao Erário Espanhol cerca de quatro bilhões de dólares. Foi "reprivatizado" em 1985, após o fechamento de 370 empresas do grupo. Na "reprivatização", 152 empresas foram devolvidas a seus proprietários originais, 226 foram vendidas a outros adquirentes, 30 passaram a pertencer a "holdings", formadas por grupos espanhóis e estrangeiros, e as demais desapareceram no processo.

saneadas financeiramente ou submetidas a gestão adequada. Foram vendidas a grupos privados, algumas com "preço negativo" (6), em operações diretas sem recurso aos mercados de capitais. Esse grupo incluiu empresas de porte médio ou pequeno, em setores têxtil, farmacêutico, hotelaria e equipamentos industriais.

O processo de venda, nesse caso, partia de uma comissão integrada por ministros das áreas envolvidas, que estudava a situação da empresa a partir de laudos técnicos, e enviava suas conclusões a grupos nacionais ou estrangeiros interessados, que apresentavam seus lances. A comissão então escolhia a melhor oferta de compra.

Havia também as empresas cujo fortalecimento e expansão eram caras ao governo espanhol, seja por sua importância estratégica na economia, efeitos "para frente" ou "para trás", ou de tecnologia avançada.

Nesses casos houve sempre a procura de sócios estrangeiros que tivessem interesse em aportar tecnologia e capital necessários aos padrões de competitividade internacional requeridos para o setor, sendo realizadas as vendas diretamente àqueles grupos. Foi o caso, por exemplo, da SECCINSA, produtora de equipamentos, vendida à FUJITSU japonesa; a SKF (rolamentos), vendida à SKF sueca; a SEAT, fábrica de automóveis, vendida à VOLKSWAGEN alemã.

(6) O "preço negativo" surgia da apuração do patrimônio líquido da empresa. Considerados os débitos fiscais, o saldo era negativo. O governo então anistiava os débitos ou mesmo reembolsava o adquirente pela diferença negativa.

É importante assinalar que a entrada líquida de capital de-
veu-se em grande parte às privatizações. Além disso, o caráter
liberal das reformas estimulou os investimentos privados,
exercendo grande atração ao capital estrangeiro. O impacto sobre
os mercados de capitais foi positivo. Isso pode ser visto pelo
valor de mercado das empresas negociadas na Bolsa de Madrid, que
ascendeu de US\$19 bilhões, em 1985, para US\$91 bilhões, em 1988.
O volume de negócios aumentou 590% no período, enquanto o número
de acionistas se elevou de 1 para 4 milhões.

4. Resumo da experiência européia

Há muitos aspectos que poderiam ser ressaltados da
experiência européia de privatização, e que poderiam talvez ser
úteis ao recém iniciado processo brasileiro.

Alguns de sentido mais geral, que poderiam ser
sintetizados nos itens abaixo:

- i. Em todos os casos, a privatização é parte de um
programa mais amplo de reformas, de sentido liberal
e voltadas para o fortalecimento dos mercados e do
setor privado, bem como a abertura de economia ao
exterior;
- ii. Os sucessos são notórios. Isso mostra que é possível
levar a bom termo processos com características
semelhantes voltados aos mesmos objetivos (e sempre
semelhantes aos perseguidos pelo governo brasileiro
atualmente), em economias de características
distintas e sob diferentes contextos políticos e

sociais. Com vontade política e determinação, todas as dificuldades parecem superáveis.

iii. Porém, não existe fórmula consagrada, nem "modelo" mais adequado. Os processos comportam múltiplas alternativas: vendas diretas, vendas a consórcios, formação de "joint ventures", vendas a mercado com pulverização do capital, vendas por leilões em bolsas ou a preços fixos, etc.. Embora as colocações via mercados de capitais tenham preferência, deve-se ter em conta as limitações dessa alternativa, que chegou a paralisar o processo na França;

iv. O processo não é rápido. Exige preparação conveniente, análise, avaliação, divulgação, marketing; não raro, diversos lançamentos, precedidos com frequência de ofertas especiais a grupos específicos, como funcionários, administradores, ex-funcionários, etc..

v. Nos setores onde as empresas estatais atuavam como monopólios, tornou-se necessário substituí-las por "agências reguladoras", como proteção ao consumidor, ao interesse público e às próprias empresas. Essa experiência parece extremamente valiosa para o caso brasileiro, onde agências desse tipo, embora existentes em alguns setores (energia e comunicações), requereriam, provavelmente, mudanças significativas de atuação e mesmo de regime legal e administrativo.

1. Em todos os casos, o processo sempre foi conduzido tendo o setor privado como principal aliado, com muita paciência no sentido de "cooptar" a sociedade como um todo, e notadamente os grupos mais diretamente afetados (funcionários, administradores, políticos, grupos de pressão locais, etc.). Isso faz parte da "engenharia política" do processo e pode ser considerada importante ao sucesso do empreendimento.

As características específicas de cada país servem com sugestões de linhas de ação futura aos responsáveis pelo processo, e poderiam ser mais detidamente enfocadas em função do interesse em aplicá-las ao Brasil. Esse também é o sentido da resenha apresentada, além das "generalizações" tentativas.

III. A EXPERIENCIA BRASILEIRA RECENTE

A participação do Estado na atividade produtiva, no Brasil, é histórica, foi quase ininterruptamente crescente e abrangente, e sempre esteve associada ao estilo de desenvolvimento econômico experimentado nas últimas décadas.

Não cabe nesse trabalho a análise ou qualquer retrospectiva histórica dessa característica tão marcante e reconhecida de nossa sociedade. Muito se escreveu sobre isso, contra ou a favor. De qualquer forma, nos últimos dez anos cresceu a convicção de que a presença do Estado-empresário tornou-se excessiva, disfuncional, distorcida e economicamente insuportável.

Prova desse estado de espírito foram não apenas os

discursos oficiais, mas sobretudo as diversas tentativas, mais ou menos bem sucedidas, de iniciar o processo de reversão daquela tendência. Ou seja, de reduzir a participação do Estado na economia, primeiro quando empresário, através da privatização. Hoje dispõe-se de alguma experiência acumulada com as tentativas desenvolvidas desde 1981, e que podem oferecer ensinamentos úteis ao desenvolvimento do atual Programa de Privatização. O objetivo desse capítulo é uma revisão sucinta dessa experiência, procurando subsídios que ajudem a conduzir o processo, sobretudo apontando erros e vacilações que sirvam de alerta aos atuais condutores do processo.

1. Tentativas iniciais

O primeiro "programa de desestatização" nasceu em julho de 1981, com o decreto número 86.215, que criou uma Comissão Especial subordinada aos ministérios do Planejamento, Fazenda e Desburocratização.

Essa decisão teve origem após a constatação, pela Secretaria Especial das Empresas Estatais (SEST/SEPLAN), que o crescimento da estatização no Brasil, principalmente ao longo dos anos 70, havia se tornado abusiva. O relatório anual da SEST para o ano de 1981 havia detectado cerca de 500 empresas estatais federais, metade das quais surgidas na década de 70.

Esse primeiro programa elaborou uma lista de 140 empresas "privatizáveis", das quais o Presidente Figueiredo autorizou a venda de 50. Esse primeiro decreto, na verdade, restringiu consideravelmente o universo das empresas privatizáveis, e tinha mais o sentido de inibir a ampliação do

universo estatal do que propriamente reduzi-lo significativamente. Tare ainda o desconforto de, assim como os demais programas que se lhe seguiram, não se inserir em contexto mais amplo de reformas da economia. Os programas de privatização eram peças isoladas, que procuravam "agir na margem", ou seja, podar alguns excessos resultantes da estatização.

Essa característica fica bem maisível pelas próprias restrições impostas aos objetivos. A alienação de empresas pertencentes à União poderiam englobar apenas:

- i. empresas confiscadas ou incorporadas ao patrimônio nacional;
- ii. empresas sob controle transitório, direto e indireto, da União, mas não incorporadas ao seu patrimônio; e
- iii. empresas subsidiárias criadas para atender ao disposto no artigo 26 do Código de Mineração.

Ainda assim, logrou-se atingir resultados não desprezíveis. No período 1981/84 foi possível vender 20 empresas, no valor de US\$128 milhões de dólares (Quadro I). Quase todas, como se pode observar do Quadro I, empresas enquadráveis nos dois primeiros itens.

Por se tratarem de empresas de pequeno porte, quase todas egressas do setor privado, era intenção do governo "devolvê-las" a grupos empresariais que demonstrassem comprovada capacidade financeira, técnica e gerencial de absorvê-las. Era exigida então uma pré-qualificação, sendo vedada a participação do capital estrangeiro. Essas restrições e condicionalidades

QUADRO I

Privatizações no Período 1991/84

Nome da Empresa	Orgão Controlador	Atividade Principal	Data da Venda	Valor da Venda (em mil US\$)
. Cia. Química do Recôncavo - CQR	União	petroquímica	24.11.81	5.061
. Cia. América Fabril	Bacen	têxtil	31.11.81	28.774
. Riocell Administração S.A. - MASA (Holding)	BNDESPAR	papel e celulose	10.03.82	77.542
. Riocell Trade S.M.B.H.				
. Rio Grande Cia. de Celulose do Sul				
. Floresta Riocell		reflorestamento		
. Força e Luz Criciduma	Carb. Prospera	energia elétrica	10.05.82	2.075
. Método-Org.Plan. e Adm.Eist. Empresarial	Datamed S/A	serviços	01.06.82	12
. Fábrica de Tecidos Dona Isabel	Bacen	têxtil	07.82	16.660
. Cia. Ind. Brasileiras de Papel - INBRAPEL	União	papel	27.08.82	3.245
. Cia. Pernambucana de Borracha Sintética - COPERBO	Petroquisea	petroquímica	26.12.82	24.772
. Oleos de Palma S.A. - Agro Ind. OPALMA	CSN	alimentos	25.03.83	3
. Federal Seguros S.A.	IAPAS	seguros	20.04.83	7.107
. Nitriflex-Indústria e Comércio	Petroquisea	petroquímica	27.04.83	5.372

Nome da Empresa	Orgão Controlador	Atividade Principal	Data da Venda	Valor da Venda (em mil US\$)
Cia. Brasileira de Cimento Portland Perua Uniao Saneamento de Ferro Perua		cimento	29.04.63	15.679
Livraria José Olympio Editora S.A. Editora Rádio Visual Editora Sist. Educ.	BNDES	editora	12.04.64	281
Piçoco e Tecedagem Colfalia	BNDES	textil	1964	1.508
TAL				188.513

- Fonte: Relatórios Anuais CEST e Comissão de Desestatização, 1981/84. SEPLAN/Brasília.

continuaram vigindo nos três primeiros anos do governo Sarney, o que restringia substancialmente o alcance das medidas. De qualquer forma, aparentemente os governos dos Presidentes Figueiredo e Sarney nunca tiveram a intenção de desencadear programas mais ambiciosos, com exceção, talvez, de algumas privatizações realizadas em 1988 e primeiros meses de 1989.

2. As tentativas no governo Sarney

As primeiras tentativas de privatização na "Nova República" foram quase uma continuação do programa iniciado no governo anterior. Permaneceram as mesmas restrições básicas nos Decretos número 91.991, de novembro de 1985 e número 93.606, de 21 de novembro de 1986, que passaram a regular os programas de desestatização do governo Sarney.

Durante um ano, de novembro de 1985 a novembro de 1986, apenas uma empresa foi privatizada (Hotel Blumenau, vendido por US\$420 mil). Esse resultado pífio é ilustrativo da pouca disposição política, na época, de conduzir um programa desse teor.

O decreto de novembro de 1986 fez parte do conjunto de medidas englobadas no "pacote" de reformulação do "plano cruzado" (ficou conhecido como "Cruzado II").

A intenção desse "pacote" era promover amplas reformas que pudessem "salvar" o plano de seu já notório fracasso. As reformas tinham sentido liberalizante: ajuste de preços e tarifas, ajuste cambial, cortes de despesas para a redução do déficit público, algumas medidas de reforma administrativa e um novo programa de desestatização. Como a história já registrou,

este projeto também frustrou.

Ozias foi que a administração do administrador Furlan não chegou a implementar o programa. Foi isso somente depois da substituição de Furlan por Gresser Pereira que levou o governo a alienar, a partir de junho até dezembro de 1987, seis empresas, com destaque para as vendas da Companhia de Tecidos Nova América (junho) e Siderúrgica Nossa Senhora da Aparecida (dezembro), ambas empresas sob controle do BNDES e BNDESPAR. Apesar desse resultado, era visível a pouca disposição política para empreendimentos mais amplos. Os condutores de política econômica continuavam hesitantes. Havia pressões importantes contra a privatização, notadamente dos partidos de apoio ao governo, sem falar dos funcionários e da burocracia governamental. A opinião pública, por outro lado, nunca foi mobilizada, e portanto não chegou a tomar conhecimento das medidas em curso.

Essa inércia foi parcialmente rompida nos dois últimos anos do governo, já com nova equipe conduzindo a política econômica. Em 29 de março de 1988, com Mallean da Nóbrega Ministro da Fazenda, foi editado o decreto número 95.686, que apresentou algumas novidades importantes.

Pela primeira vez ficou claro que as privatizações faziam parte de medidas destinadas a reduzir o tamanho do Estado na economia, e deveriam contribuir para a redução do déficit público. Embora de forma ainda algo tímida, inseriram-se as medidas no contexto mais amplo de providências voltadas ao saneamento financeiro do setor público.

Esse decreto também propiciou, de forma inédita até então, a possibilidade de conversão da dívida externa do setor

publico por capital de risco, embora de forma limitada. Com isso, também, tornou-se possível a participação de acionistas estrangeiros. Foi também estabelecido o objetivo de promover o mercado de capitais, com a realização de leilões de ações em bolsas através do sistema montado pelo BNDESPAR.

Nota-se mais uma vez a importância da decisão política. Embora ainda no hesitante período Sarney, havia então novo comando na área econômica do governo, dissociado dos partidos políticos e com metas mais claras de políticas fiscal e monetária. Como resultado, logrou-se a privatização de 11 empresas, no biênio 1988/89 envolvendo ativos da ordem de US\$2.191 milhões, e valor de venda de US\$513 milhões. Para uma idéia do que isso representou, até então haviam sido privatizadas empresas envolvendo ativos avaliados em US\$353 milhões de dólares, com receita de US\$223 milhões. Em relação ao número de empregados, de 1981 a 1987, 10.123 estavam lotados nas 27 empresas alienadas. Com o novo programa iniciado em 1988, as 11 empresas vendidas empregavam 17.358 pessoas⁽⁷⁾. Esses números evidenciam também o porte médio das empresas privatizadas nesse último período. Até 1987, as empresas vendidas empregavam, em média, 375 pessoas. No período 1988/89, 1.578. O **Quadro II** mostra claramente o envolvimento de empresas de maior porte, já com presença até

(7) Conselho Federal de Desestatização: **Relatório 1989**, SEPLAN/PR, Brasília, março 1990.

QUADRO II

Privatizações no Período 1988/89

Nome da Empresa	Órgão Controlador	Atividade Principal	Data da Venda	Valor da Venda (em mil US\$)
Siderúrgica Brasileira S.A. - SIDERBRAS	BNDESPAR	siderurgia	11.04.88	47.800
Graciosa Celulose	BNDESPAR	celulose	03.05.88	156.200
Cia. Catarinense de Celulose e Papel - CELFAG	BNDESPAR	papel e celulose	09.05.88	72.736
Caribametais S.A.	BNDESPAR	cobre	24.06.88	89.700
Cia. Siderúrgica de Mogi das Cruzes - COSIM	SIDERBRAS	siderurgia	15.09.88	4.123
Cimetal-Siderúrgica S.A.	BNDES - BDMG	siderurgia	21.09.88	59.000
Cia. Brasileira de Cobre - CBC	BNDESPAR	mineração	05.04.89	7.216
Cia. de Celulose da Bahia - CCE Cia. Bras. Zinco - CBZ	BNDESPAR	celulose	18.05.89	14.400
Cia. de Ferro e Aço Vitória - COFAVI	SIDERBRAS	siderurgia	12.07.89	8.214
Usina Siderúrgica da Bahia - USIBA	SIDERBRAS	siderurgia	03.10.89	54.000
TAL				513.789

- Fonte: Conselho Federal de Desestatização.
Elaboração do BOVESPA.

Antes, a maioria de três siderúrgicas controladas pela Siderbrás, e empresas bastante conhecidas como Aracruz Celulose, Caraiíba Metais e Companhia Brasileira de Cobre, entre outras.

O processo, no entanto, foi virtualmente interrompido em meados de 1989. Para tanto contribuiu o desgaste do governo frente à opinião pública, em face da aceleração da inflação, e também a crise vivida pelo mercado de ações após o escândalo do caso Nahas. Como as privatizações se processavam por leilões em bolsas, embora restritos ainda à "pré-qualificados", a perda de liquidez dos mercados acionários desestimulava a participação dos potenciais compradores. Mais uma vez registrou-se o risco de conduzir o processo exclusivamente na dependência dos mercados de ações. Assim como na França o programa foi interrompido após o "crash" bursátil de outubro de 1989, também aqui a crise vivida pelas bolsas no segundo semestre de 1989 inibiu o processo de colocação das ações através de leilões em bolsas.

3. Resumo e conclusões

Há algumas conclusões importantes da experiência brasileira com programas de "desestatização" ou privatização. As primeiras iniciativas, muito tímidas e ainda fora do contexto global da política econômica, datam de 1981, quase a mesma época em que se iniciaram as experiências européias. No entanto, o contraste entre os resultados lá obtidos e os do Brasil são evidentes. Faltou aos governos brasileiros verdadeira disposição política para iniciativa desse teor.

A abrangência limitada dos programas de privatização, com suas diversas restrições legais e institucionais, inibiu a

sua operacionalização. Ainda assim, no período 1988/89, logrou-se construir um sistema operacional através do corpo técnico do BNDES/PRAR.

Observando desse ponto de vista, algumas lições parecem importantes como contribuição ao programa atualmente em curso.

As limitações impostas pela legislação forçaram o BNDES a estruturar um "modelo único" de privatização. Procedia-se à qualificação e em seguida à pré-qualificação. Selecionados os candidatos, procedia-se ao leilão em bolsas, intermediado por corretores.

Esse processo "fechado" limitava a participação no processo a grupos empresariais já estabelecidos e consolidados, que se beneficiavam também de condições de pagamento flexíveis admitidas pelo banco. Na maioria das vezes os candidatos dispuseram de financiamentos para 70% do valor da venda, e em alguns casos até 90%. As amortizações podiam ser feitas em até 10 anos, com um ano de carência, e taxas de juros de 12% ao ano (real). Foi garantido também, nos editais, que os novos proprietários das empresas privatizadas contariam com "apoio do BNDES" nos investimentos futuros nas empresas.

A divulgação das vendas foi também restrita. Os editais nos jornais pareciam ter por finalidade apenas o cumprimento da exigência legal.

Raramente, por outro lado, foi dispensada atenção especial aos funcionários das empresas. Nas raras ocasiões em que puderam participar da compra, somente foi permitido o acesso a parcelas reduzidas de ações e apenas do capital sem direito a

Auto. Isso ajuda a entender o alto grau de suspicácia que o programa inspirava aos funcionários. Não raro posicionavam-se contra as alienações.

O objetivo de dinamização dos mercados de capitais não foi atingido de forma satisfatória, em contraste com a experiência européia. Como o modelo único do BNDESPAR era a venda de ações na forma de "block-trade", aos pré-qualificados, a participação dos investidores era muito reduzida. Além disso, como todo o processo preparatório era confinado aos técnicos do BNDESPAR, os analistas do mercado não tinham acesso aos dados das empresas. Havia apenas o acompanhamento de uma empresa de auditoria e uma consultoria especializada para a determinação do preço mínimo.

Tudo isso parece hoje bem assimilado pelas autoridades do governo do Presidente Collor, a julgar pelos atos legais editados desde 19 de março último. Como se poderá verificar na seção seguinte, as regras legais institucionais editadas pelo governo sugerem a incorporação de grande parte da experiência européia, bem com a correção de muitos defeitos de nossos programas. Sem embargo, podem persistir problemas. Alguns aspectos das regras atuais podem dificultar o processo, enquanto a operacionalização pode vir a ter sua eficiência restringida por conflitos gerados por aspectos específicos da realidade de nossa economia e da política econômica.

O objetivo da seção seguinte será a análise do programa lançado pelo atual governo, tendo em vista os objetivos discutidos na parte inicial do trabalho, e levando em conta os aparentes ensinamentos da experiência de outros países e de nossa

própria.

IV. O PROGRAMA DE PRIVATIZAÇÃO DO GOVERNO COLLOR

A análise da medida provisória número 155 que criou o Programa Nacional de Desestatização, posteriormente aprovada pelo Congresso Nacional e transformada na Lei número 3.031, permite constatar que os objetivos e as normas de atuação do programa atendem aos principais requisitos de sucesso, e parecem absorver grande parte da experiência internacional (anexo 1).

O programa surgiu no contexto de reformas amplas, lançadas no Plano de Estabilização econômica de 16 de março último. Inserem-se especificamente no reordenamento do Setor Público e na reforma patrimonial, devendo contribuir para a eliminação do déficit consolidado e a redução da dívida pública. Simultaneamente foram lançadas as bases de uma reforma fiscal, monetária e de liberalização da economia. O programa é portanto peça fundamental de um conjunto consistente de políticas e reformas que visam à estabilização da economia, ao aumento da eficiência nos setores público e privado, ao reequilíbrio financeiro do setor público e à recuperação dos investimentos. Na experiência brasileira recente, é o programa mais ambicioso e coerente com os objetivos gerais de política econômica.

Foram eliminadas praticamente todas as restrições às empresas privatizáveis além daquelas constantes da Constituição Federal (inciso II do artigo 192 e atividades de competência da União fixadas nos artigos 21 e 177). As restrições à participação do capital estrangeiro foram também em grande parte eliminadas. Estipula-se apenas restrições ao percentual do capital com

direito a voto, nos casos em que a Comissão Diretora do Programa entender conveniente por razão do interesse do País.

A instituição da Comissão Diretora, composta não apenas de funcionários do governo mas de representantes do setor privado e de pessoas de notório saber, ficou encarregada de coordenar, supervisionar e fiscalizar a execução do programa. A Comissão recomenda ao Presidente da República a inclusão de empresas específicas no Programa, e já decidiu ser o BNDES a entidade gestora do Fundo Nacional de Desestatização e administradora do programa, ocupando a Secretaria Executiva da Comissão Diretora.

O Fundo, de natureza contábil, foi instituído em lei, e se compõe do depósito das ações ou cotas representativas do capital social das empresas indicadas para integrar o programa⁽⁸⁾.

Como já constava dos programas anteriores, e também da experiência internacional, o valor dos ativos (ou preço mínimo de venda das ações) será fixado com base em avaliação por duas

(8) Em 16/08/90 foram listadas em decreto presidencial as primeiras empresas: Companhia Siderúrgica do Nordeste (COSINOR), Aços Finos Piratini, Companhia Siderúrgica de Tubarão, USIMINAS, Usinas Mecânicas (USIMEC), MAFERSA, Companhia Petroquímica do Sul, Indústria Carbonífera Catarinense (ICC), Goiás Fertilizantes e Mineração Caraíba. A Petroquisa venderá suas ações nos pólos petroquímicos de Triunfo e, Camaçari e COPENE.

empresas de consultoria especializadas. Caso haja discrepâncias nos laudos, a comissão poderá contratar uma terceira empresa especializada. As empresas de consultoria são escolhidas por licitação pública de uma relação (cerca de 200) de credenciadas pelo BNDES.

Para cumprimento dessa tarefa, as firmas de auditoria levarão em conta o patrimônio real de cada estatal, o nível de endividamento, a capacidade de geração de receita, e outros aspectos determinantes do seu valor presente e futuro.

As consultoras devem elaborar um projeto de privatização para cada caso, sugerindo opções como a venda de ações - em bloco ou individualmente - a abertura de capital, o aumento do capital por sócio privado ou a transformação, locação, cisão ou fusão de partes da empresa. Com isso, "privatizou-se" o próprio processo de privatização, a exemplo, mais uma vez, dos procedimentos dos países europeus.

A Comissão Diretora deverá aprovar o projeto de privatização e divulgá-lo no Diário Oficial da União e em jornais de grande circulação, acompanhado de informações da empresa, justificativa da privatização, situação econômico-financeira, recursos recebidos da União, preços e tarifas reais nos últimos exercícios, número de funcionários, etc...

As ações poderão ser alienadas em leilões em bolsas de valores ou por intermédio da distribuição de ações a preços fixos, através do sistema de distribuição dos mercados de capitais (bancos, corretoras, distribuidoras, etc..). A comissão poderá limitar a quantidade de ações de cada adquirente, para garantir a pulverização do controle acionário.

A União poderá ficar com ações especiais que lhe darão direito de interferir nas decisões da empresa, após a privatização. Por exemplo, na fixação de preços e tarifas, mudanças de controle acionário, ou extinção da empresa. Isso seria válido especialmente para casos de monopólios.

Observa-se nesse aspecto a criação de algo do tipo da "golden share" inglesa. Porém, não fica claro como se dará a interferência na fixação de preços ou na obrigatoriedade eventual da empresa prestar determinados serviços ou produzir bens de interesse público. Falta aqui esclarecer o papel dessa "regulação", definindo com maior precisão a constituição de agências regulatórias.

Esse aspecto torna-se especialmente relevante para a privatização da administração da empresa, e não só da propriedade. O interesse do setor privado por empresas estatais em áreas mais "sensíveis", como a de serviços públicos, em muito irá depender das regras de regulação governamental. Isso torna-se ainda mais importante se se deseja novos investimentos nessas áreas.

Sobre esse aspecto da privatização pouco ou nada se sabe, e talvez por isso o governo tenha optado por iniciar o processo com empresas que demandem menos regulação. É o caso das empresas constantes da primeira listagem divulgada. Parece importante, ainda assim, avançar um pouco mais nesse aspecto do programa.

Nos demais aspectos referentes ao processo em si, como se observa, tudo se assemelha à experiência consagrada em outros países, e também no Brasil, nos governos anteriores, naquilo que

parece ter sido bem sucedido.

Há porém uma grande novidade: a instituição dos Certificados de Privatização (CP), por outra medida provisória (número 157), posteriormente transformada na Lei 8018 (ver Anexo). Os CP's passam a valer como forma de pagamento na aquisição das ações. Há de fato diversas alternativas de pagamento das alienações, além, obviamente, da moeda corrente nacional:

- i. Os créditos das instituições financeiras contra as empresas estatais constantes do programa poderão ser utilizados em pagamento das aquisições (conversão "interna" de dívida em capital);
- ii. os detentores de títulos da dívida emitidos pela empresas, e que contenham cláusula de obrigação de pagamento pelo Tesouro Nacional poderão utilizá-los na quitação das aquisições;
- iii. os detentores de títulos representativos da dívida externa brasileira, junto ao Banco Central, poderão também utilizá-los no pagamento da aquisição de ações, nas condições estabelecidas pela Comissão Diretora (conversão de dívida externa em capital) e, finalmente,
- iv. os detentores de Certificados de Privatização (CP's) terão direito a usá-los como pagamento das aquisições das ações.

E que são esses CP's ?

São títulos do Tesouro Nacional, nominativos e parcialmente negociáveis, com autorização do Ministério da Economia, a serem compulsoriamente adquiridos por Entidades de Previdência Privada, Sociedades Seguradoras e de Capitalização e Instituições Financeiras. Ou seja, investidores institucionais e o sistema de intermediação e distribuição de títulos e valores.

Foi estabelecido um montante mínimo a ser adquirido pelas instituições financeiras, que corresponde a 3% do somatório do ativo circulante e do realizável de curto e longo prazos, levando em conta o limite de 18% do patrimônio líquido em 11/12/89. As sociedades seguradoras, de capitalização e entidades abertas de previdência privada deverão aplicar 10% dos recursos garantidores de suas reservas técnicas, enquanto as entidades fechadas deverão adquirir 25% se patrocinadas por empresas públicas, e 15% as demais.

O valor nominal dos CP's será corrigido por 100% do Índice estabelecido para a correção monetária até a data da primeira venda bem sucedida de ações. A partir de então, o percentual de correção monetária será reduzido em 1 ponto percentual ao mês, sucessivamente, por um prazo máximo de 40 meses. Ao final desse prazo, a variação mensal do CP ficará restrito a 60% da correção monetária.

Se, ao final de 10 anos, os CP's não forem utilizados nas aquisições de ações, serão resgatados pelo Tesouro Nacional pelo valor integral da correção monetária, porém sem qualquer remuneração real.

A criação dos CP's, como se observa, parece medida

crédito em programas desse tipo. Na verdade é um título de dívida pública que visa de ser no processo de privatização, se constitui em instrumento de política fiscal e monetária. Transfere recursos do sistema financeiro ao Banco Central, à ordem do Tesouro, da mesma forma como os demais títulos de dívida pública.

O fato discrepante é sua característica de compulsoriedade e "inegredabilidade", ou seja, a perda do valor total ao longo do tempo.

Esse aspecto do programa não deixa de despertar algum risco. O risco subjacente é expressar a demanda pelos títulos das empresas privatizadas. Porém, isso pode induzir as instituições "demandantes" a erros de avaliação, principalmente no preço a pagar pelas ações das empresas. No caso, por exemplo, dos fundos de previdência, erros desse tipo podem ter impacto significativo na rentabilidade futura do portfólio de aplicações, comprometendo o retorno a ser utilizado nos pagamentos dos benefícios dos cotistas.

Esse é o principal argumento que tem posicionado as fundações de previdência contra a aquisição compulsória dos CPAs, e que tem sido suficiente para lhes dar guarida legal em ações de embargo à aplicação da lei, com a concessão, até o presente, de liminares pelos juízes de primeira instância. Os administradores precisam impetrar ações desse tipo, do contrário poderão, no futuro, ser julgados coniventes em ações lesivas aos patrimônios dos fundos, caso os cotistas julgados prejudicados recorram judicialmente dessa decisão do governo.

Pode-se argumentar que o caráter de compulsoriedade e

insignificabilidade das CP's tornar-se-ia dispensável com o bom andamento do programa. Nesse sentido, seria talvez mais sentido oferecer algum estímulo às instituições que voluntariamente adquiriram as CP's para compra futura de ações do que punir com a perda do valor real as mais estancetárias na utilização dos seus CP's. Atitudes desse tipo iriam contrariar o espírito liberal do programa e, de resto, de todo o contexto das reformas propostas. Sugere-se que alternativas desse tipo possam vir a ser consideradas, visto que a configuração do processo, nos seus demais aspectos, parece reunir todas as condições de sucesso.

De qualquer forma, é sempre bom ter em mente que a experiência com programas desse tipo, no Brasil, sempre mostrou uma grande distância entre a intenção de privatizar e sua efetiva concretização. Tudo depende fundamentalmente da determinação política de seguir nesse processo. No exterior, o processo tem sido também mais demorado do que se supunha. Resultados concretos não surgem antes de vários meses após deslançado o programa, e portanto não deve haver razão para impaciência. Comprovadamente, mais uma vez, a pressa tem sido inimiga da perfeição.

Uma última observação sobre privatização e conversão de dívida externa. As negociações com os bancos credores deverão transcorrer nos meses restantes de 1990. Como já mencionado, pareceria conveniente desde logo incluir nas discussões alguma parcela da dívida conversível em ações de empresas privatizáveis. Talvez a máxima possível dentro dos limites eventualmente impostos à participação estrangeira no capital das empresas, limites esses a serem fixados pela Comissão Diretora.

O importante seria ter desde logo algum critério de avaliação da dívida. O valor nominal é reconhecidamente irreal, porque a dívida é insolúvel. O valor "de mercado" atual subestima excessivamente, porque apenas uma parcela irrisória dos créditos são negociados a essas cotações. Um preço intermediário entre esses dois referenciais poderia ser aceitável para ambas as partes.

Definidos os critérios de utilização da dívida externa e contando com a adesão de alguns bancos credores importantes, seria talvez possível contar com participação mais ampla e voluntária de capitais estrangeiros no processo. A experiência da Espanha é significativa com relação a essa participação, e seria talvez uma oportunidade para reiniciar um fluxo positivo de investimentos diretos ao País, com efeitos positivos nas balanças de pagamentos e na retomada dos investimentos.

IV. RESUMO E CONCLUSÕES.

O objetivo desse trabalho foi apresentar alguns aspectos considerados relevantes do processo de privatização, sob um enfoque institucional. Sendo peça importante do conjunto de reformas liberais lançadas pelo Presidente Collor, o sucesso do Programa de Desestabilização parece fundamental à nova configuração desejada para o Setor Público no Brasil.

Pela análise dos objetivos, coerentes e compatíveis entre si, da experiência internacional e da própria experiência brasileira recente, notadamente no período 1988/89, tudo indica que o programa reúne condições de sucesso. Há, sobretudo, uma grande determinação política em conduzi-lo a bom termo.

Em embargo, um aspecto discrepante diz respeito ao caráter compulsório da aquisição dos Certificados de Privatização, considerada a sua "degradabilidade". Argumenta-se aqui que o caráter de obrigatoriedade ou, principalmente, de "degradabilidade" poderiam ser eliminados, e substituídos por incentivos à aquisição e utilização, o que poderia conferir maior sucesso ao programa.

Outro aspecto importante, que exige maior elaboração diz respeito à regulação das atividades das empresas privatizadas quando se constituem em monopólios ou quando atuam em áreas definidas pela Constituição como de "concessão" do Poder Público. Estão aí enquadrados os serviços de telecomunicações, energia elétrica, navegação, serviços portuários e aeroportuários, de transporte ferroviário e de transporte rodoviário interestadual e internacional de passageiros.

A regulação adequada exige, antes de tudo, legislação ordinária ou complementar à Constituição no seu Artigo 175⁽⁹⁾ (dispõe sobre concessões ou permissões do Poder Público nas áreas de serviços públicos).

(9) Na época em que esse trabalho foi concluído, o governo anunciava já dispor de minuta de anteprojeto regulamentador do artigo 175, e que seria logo em seguida encaminhado à apreciação do Congresso (setembro de 1990)

Porém, além das normas legais complementares, há que ter as regras de aplicação dessa lei, e órgãos do governo encarregados do assunto com poderes e competência para aplicar as normas, aperfeiçoá-las, acompanhar o desempenho das empresas, etc...

BIBLIOGRAFIA

- Livros e Folhetos:

- ADIE, Douglas K. Monopoly, mail: privatizing the United States postal service. New Brunswick, N.J., Transaction, 1989. 197 p.
- COOK, Paul & MURKPATRICK, Colin, eds. Privatization in less developed countries. New York, St. Martin's Press; Sussex, United Kingdom, Wheatsheaf Books, 1988. 315 p.
- FITZGERALD, Randall. When government goes private: successful alternatives to public services. New York, Universe Books; San Francisco, Pacific Research Institute for Public Policy, 1988. 330 p.
- GILLER, David W., CHUM, Tae H. & TRETHERWAY, Michael W. Canadian Airline deregulation and privatization: assessing effects and prospects. Vancouver, Univ. of British Columbia, Centre for Transportation Studies, 1985. 300 p.
- GUIMARAES, José Carlos de Macedo Soares. Temos pressa. Rio de Janeiro, Lidador, 1976. 323 p.
- HAMID, Naved. Privatizing the financial sector in LDC's: lessons of an experiment. Washington, D.C., World Bank, 1986. 24 p. (World Bank. Development Research Department. Discussion paper, 259)
- HANKE, Steve H., ed. Privatization and development. San Francisco, ICS Press for the International Center for Economic Growth, 1987. 237 p.
- JOHNSON, Christopher, ed. Privatization and ownership. London, Pinter, 1988. 194 p. (Lloyds Bank Annual Review series, 1)
- MacAVOY, Paul W. et al. Privatization and state-owned enterprises: lessons from the United States, Great Britain and Canada. Norwell, Mass., Kluwer Academic in cooperation with the University of Rochester, 1989. 360 p. (Rochester studies in economic and policy issues series)
- RAMANADHAM, V.V. Studies in public enterprise: from evaluation to privatization. London, Cass, 1987. 221 p.
- SALAMON, Lester M., ed. Beyond privatization_ the tools of government action. Washington, D.C., Urban Institute Press; Lanham, Md., University Press of America, 1989. 265 p.

SAVAS, E.S. Privatization: the way to better government. Chatham, N.J., Chatham House, 1997. 308 p. (Chatham House series on change in American politics)

SWANN, Dennis. The retreat of the state: deregulation and privatization in the U.K. and U.S. Ann Arbor, University of Michigan Press, 1992. 344 p.

VELJANOVSKI, Cento, ed. Privatization and competition: a market prospectus. London, Institute of Economic Affairs, 1989. 239 p. (Hobart paperback series, 28)

VERNON, Raymond, ed. The promise of privatization: a challenge for U.S. policy. New York, Council on Foreign Relations, 1988. 296 p.

WICKERS, John & YARROW, George. Privatization and the natural monopolies. London, Public Policy Centre, 1985. 91 p.

WALKER, Michael A., ed. Privatization: tactics and techniques. Vancouver, Fraser Institute, 1988. 269 p.

WERNECK, Rogério L.F. Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil. Rio de Janeiro, FUC, 1989. 60 p. tab. (FUC/RJ. Texto para discussão, 223)

ZOTTMANN, Luiz. Privatização, conversão da dívida externa e repatriação de capitais brasileiros: uma proposta. Brasília, IFEA/IPLAN, out. 1989. 8 p. (IFEA/IPLAN. Nota para discussão, 8)

- Artigos de Periódicos

ABROMEIT, H. Privatization in Great Britain. ANN. PUB. CO-OP. ECON., v. 57, n.2, p. 153-179, Apr/June 1986.

AYLEN, J. Privatization in developing countries. LLOYDS BANK REV., n. 163, p.15-30, Jan. 1987.

BAILEY, R. Gas privatization and the energy strategy. NAT. WESTMINSTER BANK QUART. REV., p. 2-12, August 1986

BAILEY, R. Privatizing electricity in the United Kingdom: problems in store. NAT. WESTMINSTER BANK QUART. REV., p. 38-52, November 1988

BISHOP, M.R. & KAY, J.A. Privatization in the United Kingdom: lessons from experience. WORLD DEVEL., v. 17, n. 5, p. 643, 657, May 1989.

BIENEN, H. & WATERBURY, J. The political economy of privatization in developing countries. WORLD DEVEL., v. 17, n. 5, p. 617-632, May 1989

- BLANKHART, C. B. Limits to privatization. *EUROP. ECON. REV.*, v. 31, n.1/2, p. 346-351, Feb/Mar. 1987
- BOS, D. Privatization of public enterprises. *EUROP. ECON. REV.*, v. 31, n.1/2, p. 352-360, Feb/Mar. 1987
- BREDE, H. & HOPPE, V. Outline of the present status of the privatization debate in the Federal German Republic. *ANN. PUB. CO-OP. ECON.*, v. 57, n.2, p. 205-229, Apr/June, 1986.
- BRITTAN, S. Privatization: a policy in search of a rationale; a comment. *ECON. J.*, v. 96, n. 382, p. 33-38, Mar. 1986.
- BURTON, J. Privatization: the Thatcher case. *MANAGERIAL DEC. ECON.*, v. 9, n.1, p. 21-29, Mar. 1987
- CHAMBERLIN, J.R. & JACKSON, J.E. Privatization as institutional choice. *J. POLICY ANAL. MANAGE.*, v. 6, n. 4, p. 586-604, Summer, 1987
- DOMBERGER, S. & PIGGOT, J. Privatization policies and public enterprise: a survey. *ECON. REV.*, v. 62, n. 177, p.145-162, June 1986
- ESCARMELLE, J. F. & HUJOEL, L. Privatization and deregulation; its implementation in Belgium. *ANN. PUB. CO-OP. ECON.*, v. 57, n. 2, p. 253-273, Apr/June, 1986
- GLADE, W. Privatization in rent-seeking societies. *WORLD DEVEL.*, v. 17, n.5, p. 673-682, May 1989.
- HAMMOND, E. M. & HELM, D. R. & THOMPSON, D. J. British gas: options for privatization. *FISC. STUD.*, v. 6, n. 4, p. 1-20, November 1985.
- HELLER, P. S. & SCHILLER, C. The fiscal impact of privatization with some examples from Arab countries. *WORLD DEVEL.*, v. 17, n. 5, p. 757-767, May 1989.
- HENSHER, D. A. Privatization: an interpretative essay. *AUSTRALIAN ECON. PAP.*, v. 25, n. 47, p. 147-174, December, 1986.
- INBERMAN, D.E. Privatization as institutional choice: comment. *J. POLICY ANAL. MANAGE.*, v.6, n. 4, p. 607-611, Summer, 1987.
- KAY, J. A. & THOMPSON, D. J. Privatization: a policy in search of a rationale. *ECON. J.*, v.96, n.381, p. 18-32, Mar. 1986.

- LITTLECHILD, S. Economic regulation of privatized water authorities and some further reflections. OXFORD REV. ECON. POLICY, v. 1, n. 3, p. 10-22, Summer 1988.
- LIZZO, E. The privatization of state-holdings in Italy up to 1984. ANN. PUB. CO-OP. ECON., v. 57, n. 3, p. 315-343, September 1986.
- MILLS, E. S. Privatization of public-sector services in practice: experience and potential; comment. J. POLICY ANAL. MANAGE., v. 6, n. 4, p. 625-627, Summer, 1987.
- NELLIS, J. & KIKERI, S. Public enterprise reform: privatization and the World Bank. WORLD DEVEL., v. 17, n. 5, p. 659-672, May 1989.
- PACK, J. R. Privatization of public-sector services in theory and practice. J. POLICY ANAL. MANAGE., v. 6, n. 4, p. 523-540, Summer, 1987.
- PENDSE, C. R. Some reflection of the role of Donor Agencies in the privatization process. NAT. WESTMINSTER BANK QUART. REV., p. 2-18, November, 1985.
- PERA, Alberto. Deregulation and privatization in an economy-wide context. OECD Econ. Stud., 12, p. 159-204, Spring, 1989.
- PHILLIPS, A. Privatization, information and incentives: comment. J. POLICY ANAL. MANAGE., v. 6, n. 4, p. 585, Summer, 1987.
- FLATZER, R. The privatization debate in Austria. ANN. PUB. CO-OP. ECON., v. 57, n. 2, p. 275-291, Apr/June, 1986.
- FOOLE, R. W., Jr. & FIXLER, P. E., Jr. Privatization of public-sector services in practice: experience and potential. J. POLICY ANAL. MANAGE., v. 6, n. 4, p. 612-625, Summer 1987.
- PRYKE, R. Privatizing electricity generation. FISC. STUD., v. 8, n. 3, p. 75-88, August 1987.
- REES, R. Inefficiency, public enterprise and privatization. EUROP. ECON. REV., v. 32, n. 2/3, p. 422-431. Mar. 1988.
- RESEMAS temáticas de España. La privatización de la empresa pública: liquidación o racionalización ? PENSAMIENTO IBEROAMERICANO, n. 12, p. 433-454, jul./dic., 1987.
- ROSE-ACKERMAN, S. Privatization as institutional choice: comment. J. POLICY ANAL. MANAGE., v. 6, n. 4, p. 604-607, Summer, 1987.

- RU, H. J. de. Public enterprises in the Netherlands: a tradition in privatization. ANN. PUB. CO-OP. ECON., v. 56, n. 3, p. 317-341, Jul./Sept. 1985.
- SAPPINGTON, D. E. M. & STIGLITZ, J. E. Privatization, information and incentives. J. POLICY ANAL. MANAGE., v. 6, n.4, p. 557-592, Summer, 1987.
- SHACKLETON, J. R. Privatizing The Third World. SANCA NAZ. LAVORO QUART. REV., n. 157, p. 427-439, Dec. 1986.
- SHIRLEY, M. The experience with privatization. FINANCE DEVELOP., v. 25, n.3, p. 34-35, Sept. 1988.
- STARKIE, D. H. M. & THOMPSON, D. J. The airports policy white paper: privatization and regulation. FISC. STUD., v. 6, n. 4, p. 30-41, Nov. 1985.
- STEFANI, G. Privatizing Italian state holdings. RIVISTA INT. SCI. COM., v. 35, n. 10/11, p. 935-950, Oct./Nov. 1988.
- STEFANI, G. Privatizing public enterprises in Italy: the case of state holdings. ANN. PUB. CO-OP. ECON., v. 57, n.2, p. 231-251, Apr./June, 1986.
- THOMPSON, D. J. Privatization in the U.K.: deregulation and the advantage of incumbency. EUROP. ECON. REV., v. 31, n. 1/2, p. 368-374, Feb./Mar. 1987.
- VERNON-WORTZEL, H. & WORTZEL, L. H. Privatization: not the only answer. WORLD DEVEL., v. 17, n.5, p. 633-641, May 1989.
- WALLE, H. van de. Privatization in developing countries: a review of the issues. WORLD DEVEL., v. 17, n.5, p. 601-615, May 1989.
- YOO, D. A. Privatization, information and incentives: comment. J. POLICY ANAL. MANAGE., v. 6, n.4, p. 582-584, Summer, 1987.
- YOTOPOULOS, P. A. The (rip) tide of privatization: lessons from Chile. WORLD DEVEL., v. 17, n. 5, p. 683-702, May 1989.

