

# Privatização e controle de empresas na França: o caso da siderúrgica Usinor\*

Germano Mendes de Paula\*\*

Walter Luiz dos Santos Júnior\*\*\*

**SUMÁRIO:** 1. Introdução; 2. Pequeno histórico da privatização na França; 3. O papel e a composição dos *noyaux durs*; 4. A privatização da Usinor; 5. Considerações finais.

**PALAVRAS-CHAVE:** privatização; siderurgia; França.

O objetivo deste artigo é discutir o controle patrimonial de uma empresa privatizada que monopoliza praticamente todo o mercado siderúrgico de um país. Examina-se a experiência de combinação de uma oferta pública de ações com a venda direta para um grupo de acionistas de longo prazo. O caso abordado é o da siderúrgica francesa Usinor, que recentemente adquiriu participação acionária relevante em duas empresas brasileiras. O artigo analisa o programa francês de privatização, a importância dos investidores estratégicos (também denominados “núcleos estáveis de acionistas”), a experiência de constituição e privatização da Usinor, bem como o controle acionário da empresa.

## **The privatization and control of companies in France: the case of Usinor steel mill**

The goal of this paper is to analyze the case of Usinor, the most important French steel mill, which controls nearly all the steel market in France even after being privatized. Its patrimonial control was sold in a different way: a public offer of shares along with a special sale for some long term shareholders. Usinor has become more important to Brazil after buying an impor-

---

\* Artigo recebido em jul. 1999 e aceito em mar. 2000.

\*\* Doutor em economia industrial pela UFRJ, professor adjunto do Departamento de Economia da Universidade Federal de Uberlândia e pesquisador do Centro de Estudos Brasileiros da Universidade de Oxford, Inglaterra.

\*\*\* Economista, especialista em contabilidade e controladoria e professor substituto do Departamento de Economia da Universidade Federal de Uberlândia.

tant part of the shares of two Brazilian steel mills recently. The paper analyzes the French privatization program, the importance of the strategic long term shareholders, who are known as *noyaux durs*, and the formation and later privatization of Usinor, as well as its share control.

## 1. Introdução

Uma das discussões mais profícuas no passado recente tem sido sobre as motivações, os obstáculos e os impactos da privatização. De fato, a privatização é um tema que, além de controverso, vem sendo abordado através de diversos ângulos. Como destaca Manzetti (1993:430): “*Privatization as a policy phenomenon has been justified, designed, and carried out in many different ways. Students of privatization have attempted to come to grips with its complexity by developing a number of theoretical explanations based upon both cross-national comparisons and case studies*”.

Entre as várias controvérsias relativas à privatização, duas são extremamente relevantes. A primeira refere-se ao risco da transformação de um monopólio público em privado (ou pelo menos do aumento do poder de mercado das grandes empresas). A segunda relaciona-se às chamadas técnicas de privatização, isto é, qual a melhor forma de operacionalizar a venda de uma empresa estatal. Segundo Vuysteke (1988:8), as principais técnicas de privatização são:

- ▼ oferta pública de ações;
- ▼ venda direta de ações;
- ▼ novos investimentos privados em empresas estatais;
- ▼ venda de ativos do governo ou de empresas estatais;
- ▼ reorganização ou cisão da empresa em partes;
- ▼ compra pelos funcionários/gerentes;
- ▼ contratos de arrendamento ou de gestão.

Claro está que a discussão sobre os riscos do incremento do poder de mercado de grandes grupos econômicos está estritamente relacionada com a das técnicas de privatização. Isso pode ser ressaltado ao se compararem as duas técnicas de privatização mais importantes: a oferta pública de ações e a venda direta de ações. A primeira privilegia a pulverização do controle acionário, sendo geralmente empregada na privatização de grandes empresas, para as quais poderia ser difícil encontrar investidores capazes de comprá-las inteiramente. Outras motivações para a escolha dessa técnica são minorar os impactos da transformação de um monopólio público em privado e propor-

cionar alguma distribuição de riqueza (Sader, 1994:21). Por outro lado, a oferta pública de ações é a técnica mais difícil e, nesse sentido, não deveria ser utilizada por governos que pretendessem levar o programa de privatização em ritmo acelerado (Young, 1993:104).

Já a venda direta de ações consiste na alienação de uma empresa (inteira ou parcialmente) para um investidor ou um consórcio de investidores. Na verdade, sob essa denominação, existem três instrumentos distintos de privatização: licitação, negociação direta e leilão, sendo este último o utilizado com maior frequência no programa brasileiro de privatização. As principais vantagens da venda direta de ações são sua simplicidade em termos de requisitos legais e de abertura (*disclosure*) de informações para o mercado. Além disso, a venda direta de ações seria recomendada para a privatização de empresas que precisam de uma grande ruptura na condução dos negócios ou que são pequenas demais para se promover uma oferta pública de ações, ou, ainda, em países com um mercado de capitais pouco desenvolvido (Vuysteke, 1988:18-9).

A escolha entre as técnicas de privatização vem sendo tradicionalmente encarada pelos governos como uma decisão única, no sentido de as opções serem mutuamente excludentes. Entretanto, Sader (1994:21) salienta que, em alguns casos, para garantir aos investidores a confiança de que a empresa privatizada será realmente reestruturada, a oferta pública de ações é precedida por uma venda direta parcial, na qual investidores estratégicos adquirem uma participação importante e passam a administrar a empresa. Assim, o objetivo deste artigo é discutir uma experiência concreta de combinação dessas duas técnicas de privatização, que supostamente minimizariam os riscos da excessiva pulverização de capitais (problemas de agência) e os da excessiva concentração de mercado.

O caso analisado é o da siderúrgica francesa Usinor, que foi privatizada em julho de 1995. A Usinor, aliás, ingressou na siderurgia brasileira em maio de 1998, através da aquisição de 30% da Acesita, o que lhe garantiu uma participação indireta na Companhia Siderúrgica de Tubarão (CST), num investimento total de US\$676 milhões. A escolha dessa experiência relaciona-se em grande medida a um programa de pesquisa de maior envergadura, que culminou na tese de doutoramento de um dos autores (Paula, 1998). Na referida tese, entre 22 países e 37 empresas siderúrgicas analisadas, apenas a siderúrgica francesa Usinor utilizou-se de uma oferta pública de ações, antecedida pela venda direta de ações (por licitação).

Este artigo é dividido em quatro seções, além desta introdução. A seção 2 retoma o programa francês de privatização, enquanto a seção 3 destaca a importância dos investidores estratégicos (também denominados “núcleos estáveis de acionistas”) nesse programa. A seção 4 aborda a experiência de constituição e privatização da Usinor, ressaltando o controle acionário da empresa, enquanto a última seção resume as principais conclusões do artigo.

## 2. Pequeno histórico da privatização na França

O processo de privatização francês foi promovido em duas etapas bastante pronunciadas, a primeira entre 1986 e 1988 e a última entre 1993 e 1995. A etapa que se iniciou em 1986 marcou o fim de décadas de intensa intervenção estatal no país, notabilizando-se por sua amplitude e rapidez. Em menos de dois anos *“14 groupes industriels, bancaires et financiers (500.000 salariés) ont été privatisés, ce qui représente un transfert d’actifs du secteur public au secteur privé d’un montant de 125 milliards de francs environ, auquel il faut ajouter la cession de 277 filiales au titre de la respiration du secteur public”* (Cartelier, 1994:1). Outra característica central do programa foi a constituição dos chamados *noyaux durs* (núcleos estáveis de acionistas), inovação criada pelo governo francês para conferir mais estabilidade às empresas após a transferência destas para a iniciativa pública. Esta seção objetiva reconstituir brevemente a formação do setor público francês para, em seguida, traçar um histórico sucinto de seu programa de privatização.

A complicada conjuntura econômica deixada pela I Guerra Mundial foi o ponto de partida para o movimento de estatização francês, que teve início na década de 1920 com a nacionalização das minas de carvão do Saar e as companhias de carvão do Reno. Além disso, o Estado adquiriu participações nas indústrias químicas e petrolíferas, embora estas não tivessem sido totalmente nacionalizadas (Latge, 1988:109). Em 1936, foram estatizadas as indústrias armamentistas e parte do Banco da França, ambas metas do governo da Frente Popular (Terroir, 1988:125). A terceira onda de nacionalização teve início depois da II Guerra Mundial, num ambiente em que se disseminavam as políticas de cunho “keynesiano” e quando começavam a ser gestadas as políticas voltadas para o *welfare State*. Dentro desse contexto, todos os grandes serviços públicos, as empresas ferroviárias e as empresas fornecedoras de energia elétrica e de gás passaram para o domínio do Estado.

Cerca de três décadas depois, com a eleição de François Mitterrand em 1981, iniciou-se a última grande onda de intervenção estatal na França, quando todo o setor bancário e atuarial passou para o domínio do Estado, além de várias outras grandes empresas, entre elas a St. Gobain, a Rhône-Poulenc, a Bull e a Compagnie Générale d’Electricité. Em função disso Terroir (1988:125) afirma que a novidade das estatizações de 1981 consistiu no fato de que *“elas envolveram, ao contrário do que aconteceu anteriormente, empresas da livre concorrência e que operavam tanto no mercado francês quanto no mercado internacional, para as quais não havia razões econômicas objetivas de pertencerem ao setor público porque não se encontravam em posição de domínio de mercado”*. Contudo, importa o fato de que tais “ondas estatizantes” acabaram por conferir ao setor público francês um peso bastante significativo, tendo o mesmo passado a abranger não só a totalidade do sistema financeiro como também a maior parte da indústria, situação que se prolongou entre 1981 e 1986.

A conjuntura econômica internacional, adversa a partir de 1982, fez com que o custo de manutenção de tais empresas onerasse bastante o orçamento governamental francês, abrindo espaço para a discussão do tamanho e do papel que o Estado deveria exercer na economia. Alie-se a isso a proposta liberal de Jacques Chirac, eleito primeiro-ministro em 1986, e encontram-se as bases de sustentação econômica e político-ideológica para o lançamento do programa de privatização francês. Terroir (1988:126-8) aponta que também houve razões industriais (necessidade de desenvolvimento e de estabelecimento de uma estratégia de inserção internacional por parte das empresas francesas), razões financeiras (pressão para a redução do endividamento do Estado), além das razões ligadas às regras de estabelecimento do então Mercado Comum Europeu.

Assim, o programa de privatização acabou por se tornar uma alternativa de financiar as empresas e de reduzir o déficit orçamentário do Estado, uma vez que os recursos da privatização foram utilizados na redução da dívida estatal. Conforme dados de Deveaud (1989:161), já em 1987 o déficit orçamentário atingia 2,5% do produto nacional bruto (PNB), em contrapartida aos 2,9% de 1986 e aos 3,3% de 1985. Vale lembrar que existiram críticas ao programa. Estrin e Pérotin (1991), citados por Goldstein (1996:1.312) argumentam que, na França, a nacionalização foi freqüentemente associada a ganhos de eficiência técnica, ao passo que a privatização não produziu qualquer mudança significativa nesta ou em outra direção. De qualquer forma, o programa de privatização foi levado adiante e constituiu-se todo um aparato institucional voltado à sua condução. Tendo em vista as preocupações quanto à transparência e à independência, foi criada a Comissão de Privatização. Mais detalhes sobre o aparato institucional montado constam do quadro da p. 6.

A passagem de uma empresa da iniciativa pública para a privada pode ser feita de duas maneiras: a venda direta das ações por parte do Estado a um ou mais investidores; a realização da oferta pública de ações, sendo que, na França, esta é a técnica de privatização predominante (Latge, 1988:114).

O processo de privatização é realizado através de cinco etapas distintas:

- ▼ as decisões preparatórias;
- ▼ os estudos relativos à avaliação da empresa e à sua forma de venda aos investidores;
- ▼ a preparação técnica e jurídica da operação;
- ▼ a realização da operação propriamente dita;
- ▼ o acompanhamento dos acionistas após privatização (Terroir, 1988:129-33).

Merecem comentários a segunda e a quinta etapas.

### Aparato institucional da privatização francesa

Características principais	Componentes
Principais agências de privatização	Ministério da Economia; Comissão de Privatização.
Base legal	Leis nºs 86.793 (julho de 1986) e 86.912 (agosto de 1986), modificadas pela Lei nº 93.923 (julho de 1993).
Staff e estrutura interna	A direção do Tesouro francês, órgão do Ministério das Finanças, é o departamento administrativo encarregado da implementação do programa de privatização. A Comissão de Privatização é composta de sete membros apontados por decreto para um mandato de cinco anos e auxiliados por uma secretaria geral.
Funções	A Comissão de Privatização é responsável por estabelecer o preço mínimo para as ações das companhias a serem privatizadas, além de poder vetar possíveis compradores ou componentes dos <i>noyaux durs</i> indicados pelo ministro da Economia.
Grau de autonomia	Cada transação afetando as empresas privatizáveis é submetida à comissão pelo ministro da Economia; a comissão foi criada para balizar a independência do processo de avaliação das empresas pelo Ministério da Economia, bem como para proteger o ministério de acusações de favorecimento a certos investidores.
Outras atividades envolvidas	Firmas de auditoria e bancos de investimento são selecionados pelo ministro da Economia para realizar estudos de avaliação das empresas a serem privatizadas, estudos estes que servem de base para o trabalho da comissão.

Fonte: Guislain (1997:160-2), com adaptações.

Em relação à venda direta de ações, a Lei nº 86.912 assegura tratamento específico para pessoas físicas e funcionários, tais como quotas de ações reservadas, descontos, prazos de pagamento e atribuição de ações gratuitas. Latge (1988:115) atenta para a constituição dos *noyaux durs*, formados por instituições financeiras e grandes operadores próximos ao governo (a constituição de tais núcleos será discutida na próxima seção). O acompanhamento aos acionistas compreende a administração das vantagens concedidas aos funcionários e às pessoas físicas e jurídicas, as quais têm preferência na compra de 70% das ações colocadas no mercado, sendo que, dos outros 30%, 10% são obrigatoriamente destinados aos assalariados e 20%, no máximo, aos investidores estrangeiros (Deveaud, 1989:163).

Entre 1986 e 1988, 31 empresas foram vendidas, proporcionando uma receita de aproximadamente 70 bilhões de francos franceses (FF) para o Tesouro. Dessas, 12 foram vendidas, ao menos em parte, no mercado acionário (mediante oferta pública de ações), com uma arrecadação conjunta de FF41,2

bilhões (tabela 1). Isso possibilitou um aumento no número de acionistas minoritários, dentro do esquema de *capitalisme populaire* do governo daquele período (Goldstein, 1996:1.314). O número de empregados transferidos para o setor privatizado apenas dessas 12 empresas totalizou 530 mil.

Tabela 1

**Primeira etapa do programa francês de privatização:  
1986-88**

Empresas privatizadas	Data da OPA	Receita da OPA (FF bilhões)	Acionistas após OPA (mil)	Assalariados acionistas (%)	Número de empregados em 1986
Saint Gobain	Nov. 1986	6,3	1.500	50	140.000
Paribas	Jan. 1987	6,1	3.800	50	28.400
Sogenal	Mar. 1987	0,6	850	79	3.000
BTP	Abr. 1987	0,1	1.000	88	420
Bimp	Abr. 1987	0,1	520	81	400
CCF	Abr. 1987	1,7	1.500	80	12.500
CGE	Mai 1987	8,0	2.300	50	240.000
Havas	Mai 1987	1,1	500	55	15.000
SGE	Jun. 1987	9,1	2.300	69	43.600
TF1	Jun. 1987	1,2	420	40	1.500
Suez	Out. 1987	6,5	1.600	70	16.900
Matra	Jan. 1988	0,4	300	80	28.000

Fonte: Cartelier (1994:4).  
Obs: OPA = oferta pública de ações.

Com a volta dos socialistas ao poder em 1988, as privatizações foram interrompidas. A estratégia do novo governo foi deixar intocados o tamanho e a composição do setor público. Entretanto, o marco regulatório francês possibilitava às empresas públicas vender e comprar filiais com relativa liberdade, fato conhecido na literatura especializada como *respiration du secteur public* (Cartelier, 1994; Durupty, 1994, Goldstein, 1996). Foi a partir dessa brecha legal que o setor público voltou a crescer, com o número de empresas públicas evoluindo de 2 mil para 2,6 mil e o número de empregados do Estado crescendo em 32% (de 1.355.000 para 1.763.000), segundo dados de Goldstein (1996:1.315).

Depois desse breve interregno socialista, em maio de 1993 o governo Balladur publicou a nova lista das “privatizáveis”, retomando o processo. É desse ano a Lei nº 93.923, que trouxe modificações, tais como:

- ▼ possibilidade de privatização de uma empresa por etapas (*cession par tranches successives*);
- ▼ privatização, em separado, das filiais das empresas desestatizadas;
- ▼ possibilidade de pagamento em prestações dos títulos das empresas vendidos aos investidores institucionais.

Embora o limite de venda aos estrangeiros tenha permanecido em 20% das ações, essa lei tornou mais fácil a superação desse patamar via realização de acordos de cooperação industrial, comercial ou financeira, para os quais os títulos adquiridos não entrariam no cômputo dos 20% originais (Durupty, 1994:12-4).

A tabela 2 apresenta algumas informações sobre a segunda etapa do programa francês de privatização, sendo que as receitas ultrapassaram a FF130 bilhões (Goldstein, 1996:1.320). As operações de privatização foram temporariamente suspensas em função da eleição presidencial de 1995. Nessa ocasião, previa-se que a retomada ocorreria numa conjuntura desfavorável do mercado de ações, o que acabaria conduzindo a uma possível queda na estimativa de renda das vendas realizadas entre 1995 e 1996, o que não se concretizou de todo (Goldstein, 1996:1.320). De qualquer forma, os dados levantados permitem concluir que, mesmo marcadas por alguns percalços e críticas (principalmente quanto à constituição dos núcleos estáveis), as duas etapas do processo de privatização francês foram concluídas com êxito, especialmente no que se refere à rapidez/agilidade.

Empresas privatizadas	Data da OPA	Receita da OPA (FF bilhões)	Quadro de acionistas (%)			
			Estado	Funcionários	Investidores	<i>Noyaux durs</i>
BNP	Out. 1993	27,0	2	53	15	29
Rhône-Poulenc	Nov. 1993	16,0	2	63	11	24
Elf-Aquitaine	Fev. 1994	33,7	13	46	31	10
UAP	Mai 1994	18,8	3	44	15	38
Renault	Nov. 1994	8,4	53	31	11	5
Seita	Fev. 1995	5,5	13	39	23	25
Usinor	Jul. 1995	10,0	10	24	49	17
Pechiney	Dez. 1995	4,3	9	48	29	14
AGF	Jun. 1996	8,5	0	27	48	25

Fonte: Goldstein (1996:1.321).



### 3. O papel e a composição dos *noyaux durs*

Uma importante preocupação do programa francês de privatização foi desestimular movimentos especulativos com as ações das empresas desestatizadas. Dois foram os mecanismos instituídos com essa finalidade, sendo que o primeiro correspondeu às *golden shares*. Essas, a exemplo do programa de privatização britânico, são “*special shares created by law or by the company’s articles of agreement for the specific purpose of according their holder (the state or government) special rights that go well beyond those attached to ordinary shares*” (Guislain, 1997:130-1). Entre outros aspectos legais, as *golden shares* impedem que sejam vendidos blocos de ações superiores a 10% do capital da empresa privatizada, sem o prévio consentimento do ministro da Economia, por um período mínimo de cinco anos após a venda da empresa (Deveaud, 1989: 160). Vale lembrar que tal mecanismo é negativamente avaliado pela maioria dos grandes investidores, em função de interferir no funcionamento normal do mercado, pois a compra de grandes blocos de ações é o que usualmente acontece nesses casos. Guislain (1997:131) aponta que foi a posse de tais ações pelo governo francês que teria impedido a fusão da Renault com a Volvo em dezembro de 1993.

Outro mecanismo criado com o intuito de dotar as empresas privatizadas de uma certa estabilidade foram os *noyaux durs* — ou “núcleos estáveis de acionistas” (Terroir, 1988:132). Esses, segundo Morin (1996:1.263-4), seriam coalizões formais de acionistas que estipulam a retenção das ações por um certo período. A Lei nº 86.793 previa a criação de um núcleo estável de acionistas para cada uma das empresas que seriam vendidas. Esses acionistas, individualmente, poderiam deter de 0,5 a 5% do capital das empresas e, conjuntamente, de 15 a 30% do total das ações (Cartelier, 1994:4). Ainda de acordo com a referida lei, as regras de manutenção das ações foram assim estipuladas:

- ▼ durante os três primeiros meses, conservação de todas as ações;
- ▼ durante dois anos após o período de três meses, retenção de 60%;
- ▼ durante três anos, direito de preferência sobre 80% de sua participação para a companhia, que pode exercer ela mesma esse direito ou indicar qualquer terceiro, que a ela substituiria (Deveaud, 1989:162).

Os componentes de tais núcleos foram escolhidos e beneficiados através de *la vente de gré à gré* (ou “venda amigável”). Isto é, as transações não consistiam em movimentos hostis de tomada de controle acionário, sendo que esses acionistas estratégicos pagavam um preço fixo pelas ações, ligeiramente superior àquele estabelecido para a realização das ofertas públicas de ações. A tabela 3 mostra a composição dos principais núcleos estáveis de acionistas que foram criados na França com o processo de privatização.

Tabela 3

**Composição dos núcleos estáveis em função  
da privatização na França**

Empresa	Rhône-Poulenc	Banque Nationale de Paris	Elf Aquitaine	UAP	Renault	Seita	Usinor
Air Liquide							1,03
AXA	1,25		1,00				
Banque Nationale de Paris	1,25		1,40		1,50		
Caisse des Dépôts et Consignations				0,70	1,00		
Cogema							3,38
Compagnie générale des eaux		0,52		2,20			
Dassault		1,08					
Electricité de France							3,67
Elf Aquitaine		2,07			1,50		
Française des Jeux						2,50	
Navigations Mixtes						1,50	
Paribas			1,00				
Pechiney		0,83					
Peugeot		1,03		0,80			
Renault		1,03	1,00				
Rhône-Poulenc		1,08			1,00		
Saint-Gobain		1,81		1,20			
Saint-Louis		0,52					
Société Générale	1,50				5,00		
Suez			1,40				
UAP			1,50				
Outros grupos franceses					1,50	10,00	0,91
Outros bancos franceses			0,50	0,50	2,25	5,00	0,49
Grupos industriais estrangeiros	1,00	2,03		5,40	2,25	1,00	2,02
Bancos estrangeiros	1,00	3,00	1,00				0,49
<b>Total</b>	<b>6,00</b>	<b>15,00</b>	<b>8,80</b>	<b>10,80</b>	<b>11,00</b>	<b>25,00</b>	<b>12,00</b>

Fonte: Goldstein (1996:1327).

As avaliações quanto à adoção dos núcleos estáveis de acionistas ainda não são conclusivas. Goldstein (1996:1.326) defende que a composição de tais núcleos era a escolha natural para que o processo de privatização conferisse alguma estabilidade às empresas que foram vendidas: “*En choisissant de faire appel à une combinaison de techniques de vente — offres publiques en France et à l'étranger, placements réservés aux investisseurs institutionnels français, et vente de gré à gré por les noyaux durs — le gouvernement a renforcé las particularités du capitalisme français. Étant donné la préférence des autorités pour assurer la stabilité du contrôle suite aux privatisations, la constitution de noyaux durs s'est presque naturellement imposée*”. Cartelier (1994:4), ao contrário, acentua que a maneira como os núcleos foram implementados e seus resultados posteriores lhes conferem um caráter negativo: “*Si le souci de stabiliser l'actionnariat des sociétés rendues au marché et aussi de protéger leur indépendance ne sont guère discutables, les modalités de leur mise en oeuvre, leur efficacité et leur évolution ont fait l'objet de contestations*”.

Outras críticas formuladas à constituição dos núcleos estáveis de acionistas referem-se à maneira como o processo foi conduzido:

- ▼ os núcleos foram instituídos para propiciar a colocação em prática de uma estratégia de crescimento a longo prazo, mas, como eles eram compostos por um grande número de acionistas com pequena participação no capital, os investidores acabavam por realizar um investimento mais financeiro do que estratégico, “*au sens de la recherche de synergies entre leurs activités et celles des entreprises privatisées*” (Cartelier, 1994:5);
- ▼ o preço pago pela tomada de controle não teria sido o preço justo das ações (subavaliação);
- ▼ faltou transparência ao processo, já que os membros de tais núcleos eram indicados pela Comissão de Privatização, mas nomeados de acordo com a escolha final do ministro da Economia, em função das ofertas e garantias por eles apresentadas;
- ▼ a proteção dos interesses dos pequenos acionistas em relação aos grandes teria sido insuficiente (Goldstein, 1996:1.315).

Cartelier (1994:5) salienta, ainda, que a grande concentração dos mesmos participantes na composição dos núcleos de grupos tais como o Paribas, o Saint-Gobain e o conjunto CGE-Société Générale atribui aos mesmos uma característica “incestuosa”. Isto, por sua vez, seria uma conseqüência de um viés político e mostraria a fragilidade do capitalismo francês, no qual as ligações financeiras entre os grupos por intermédio dos núcleos permite o retorno das “práticas de autocontrole”: uma cadeia de participações circulares que

se fecha em uma sociedade-mãe graças a uma ou mais sociedades controladas por ela (Morin, 1996:1.262).

Através da evolução da composição dos núcleos, do aumento de seu tamanho e da modificação de suas estruturas, também multiplicou-se o número de participações cruzadas (realinhamento da cadeia de participações circulares, passando por grupos amigos ou aliados) e em cascata. Morin (1996:1.266) ressalta que os núcleos estão em relação circular uns com os outros, conformando cadeias de relações recíprocas, as quais levam a situações não previstas no arcabouço do processo de privatização, como é o caso do já referido auto-controle. Seria em função disso que a Paribas, por exemplo, tendo aumentado a participação de seu núcleo estável de 18,2 para 44% através de suas filiais Compagnie Bancaire e Copeba, controla 9% de seu próprio capital (Cartelier, 1994:6).

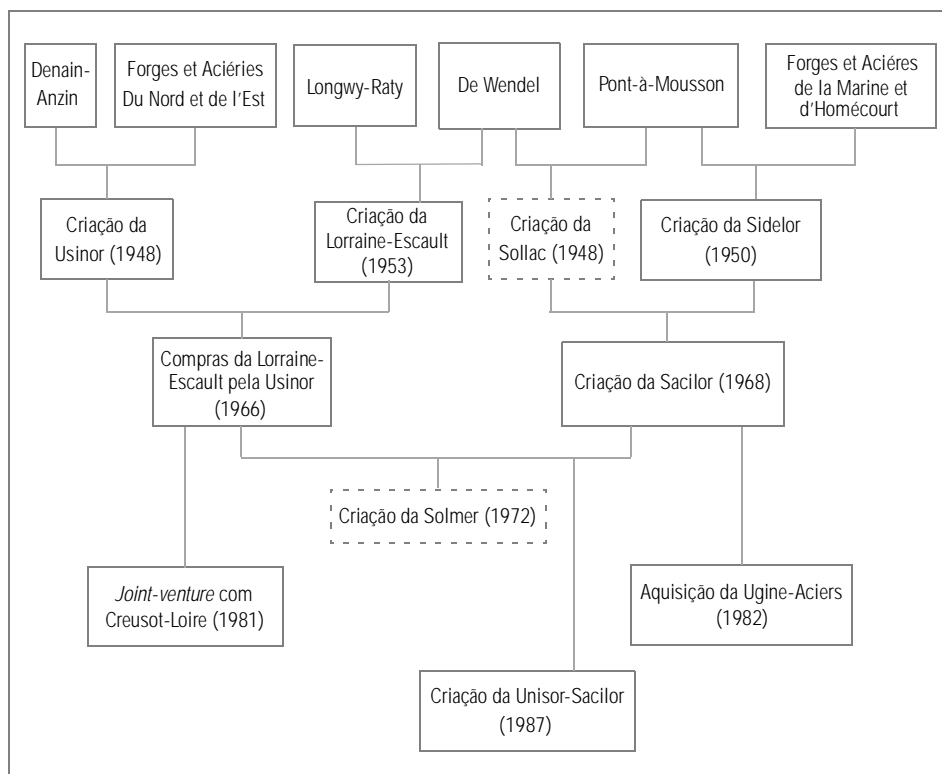
O controle dos núcleos estáveis uns pelos outros conduziu ao aumento da concentração econômica e financeira na França, teoricamente uma consequência não-desejada. Isso desencadeou outra crítica aos núcleos: a crescente importância do poder dos dirigentes das empresas, a “tecnoestrutura” nas palavras de Morin (1996:1.263), que acabou conduzindo a uma comunhão de interesses mais ampla que a das empresas propriamente ditas. Embora as críticas e controvérsias apontadas pareçam evidenciar uma pouca racionalidade econômica dos núcleos, dada a maneira como os mesmos foram constituídos e vieram a funcionar posteriormente, eles não deixam de ser uma contribuição *sui generis* à modelagem de privatização.

#### 4. A privatização da Usinor

A Usinor-Sacilor foi criada em 1987, como resultado da fusão da Usinor com a Sacilor, duas empresas estatais siderúrgicas francesas. Na verdade, a constituição da Usinor-Sacilor representa o último passo da consolidação da siderurgia francesa, que era bastante fragmentada até o final da década de 1940 (Lister, 1960:422). Nessa ocasião, existiam seis grupos com grandes interesses na siderurgia francesa: Denain-Anzin, Forges et Aciéries du Nord et de l'Est, Longwy-Raty, De Wendel, Pont-à-Mousson e Forges et Acières de la Marine et d'Homécourt (figura 1). Em 1948, duas grandes siderúrgicas da região Norte, Denain-Anzin e Forges et Aciéries du Nord et de l'Est, fundiram todas as suas siderúrgicas, criando a Usines Sidérurgiques du Nord (Usinor). Em 1950, a Sidelor foi constituída através da fusão de três pequenas siderúrgicas, passando a ser controlada pelos grupos Pont-à-Mousson (63%) e Forges et Acières de la Marine et d'Homécourt (35%).

Figura 1

Reestruturação patrimonial da siderurgia francesa:  
1948-87



Fontes: Lister (1960), Cockerill (1974) e Howell et alii (1988), com simplificações.

Obs: o quadro tracejado representa a construção de uma nova usina siderúrgica.

Nos anos 1960, o processo de reestruturação patrimonial foi retomado, sendo que, em 1966, a Usinor absorveu a Lorraine-Escault. Em 1968, foi fundada a Société des Aciers de Lorraine (Sacilor), a partir da fusão dos interesses da De Wendel e da Sidelor (Messerlin & Saunders, 1983:67-8). Em 1969, a Usinor e a Sacilor já controlavam conjuntamente 68% da produção siderúrgica francesa (Cockerill, 1974:42). Em 1978, o Estado tornou-se acionista majoritário, através da conversão de dívidas em capital, das duas maiores empresas siderúrgicas francesas: Usinor, da qual passou a deter 65%, e Sacilor, participação de 77% (Mathieu, 1993:45). Em 1981, já no governo socialista de François Mitterrand, mais US\$2,6 bilhões de dívidas foram convertidos em ações, elevando a participação estatal na Usinor para 86% e na Sacilor para 93% (Howell et alii, 1988:135). Portanto, a nacionalização, que existia de fato, foi formalizada.

Em maio de 1987, o governo francês fundiu a Usinor e a Sacilor, criando a Usinor-Sacilor, à época, a segunda maior siderúrgica mundial. Estima-se que, no período 1974-86, a indústria siderúrgica francesa tenha recebido US\$17,2 bilhões em subsídios (Howell et alii, 1988:126). A constituição da Usinor-Sacilor representou o capítulo final do longo processo de reestruturação patrimonial da siderurgia francesa. Logo após sua criação, ela produzia o equivalente a 95% do aço bruto fabricado na França. A partir de junho de 1997, a empresa passou a se denominar simplesmente Usinor.

A Usinor-Sacilor, maior empresa siderúrgica europeia e terceira maior mundial, foi incluída no programa francês de privatização em julho de 1993, embora, desde 1991, já se tornassem perceptíveis algumas alterações importantes nas estratégias da empresa. Essa reformulação contou com três pilares principais. Em primeiro lugar, a empresa foi saneada financeiramente. Em dezembro de 1991, o banco estatal Crédit Lyonnais injetou US\$483 milhões na empresa, em troca de 20% do capital. Além disso, tendo em vista a forte recessão de 1992/93, a Usinor-Sacilor viu-se compelida a vender numerosos ativos com o objetivo de melhorar sua saúde financeira. Secundariamente, a empresa promoveu uma racionalização de suas atividades. A face mais visível desse processo foi a redução do número de empregos diretos, que decaiu de 97,8 mil (em 1991) para 69,1 mil (em 1994). Berthomieu (1995:6) estima que pouco mais de 60% dos empregos perdidos decorreram da reestruturação e da venda de atividades produtivas. Em terceiro lugar, a empresa saiu do segmento de aços longos comuns, que chegou a representar 19% de seu faturamento total em 1990. A decisão de deixar o segmento de longos comuns foi atrelada à manutenção da estratégia de maior enobrecimento de produtos. Cabe lembrar que a Usinor-Sacilor, devido à predominância de produtos de alto valor agregado, é a segunda maior siderúrgica mundial, pelo critério de faturamento.

Às vésperas da privatização, a Usinor-Sacilor possuía três divisões principais: Sollac, Ugine e Aster. A Sollac produz aços planos comuns, sendo responsável por 70% do aço bruto, 48% do faturamento e 51% do lucro operacional da Usinor-Sacilor, em 1995. Essa divisão utiliza a rota convencional da produção de aço (altos-fornos e aciaria LD) em três grandes usinas na França. A Ugine produz aços inoxidáveis e ligados, em usinas localizadas na Europa, EUA e Tailândia. A Usinor-Sacilor detinha 58% das ações da Ugine, que era a líder mundial na produção de inoxidáveis longos, a segunda maior produtora mundial de inoxidáveis planos e a líder europeia na produção de aços siliciosos. Em 1995, a produção da Ugine correspondeu a 9% do total da Usinor-Sacilor, sendo que a participação no faturamento foi de 25% e na geração do lucro de 40%. Já a Aster é dedicada à fabricação de aços longos especiais. Também em relação a 1995, sua relevância para a Usinor-Sacilor foi de: produção de aço bruto (17%), faturamento (21%) e lucro (7%). A Usinor-Sacilor detinha, ainda, 28% do capital total e 43% do capital votante da Vallourec, uma produtora de tubos sem costura.

O processo de privatização da Usinor-Sacilor começou efetivamente em junho de 1995. Nessa ocasião, o governo anunciou que promoveria um aumento de capital de US\$1 bilhão na empresa, esperando arrecadar US\$2,4 bilhões com a privatização. Em 1994, a Usinor-Sacilor tinha apurado um lucro de US\$301,5 milhões (*Gazeta Mercantil*, 1995). Em meados do mês de junho, a Comissão de Privatização estabeleceu que o preço de venda das ações para os investidores institucionais seria de FF82 a FF96. Conseqüentemente, a empresa como um todo foi avaliada em US\$4 bilhões a US\$4,66 bilhões (ECE, 1996:31).

O processo de privatização da Usinor-Sacilor foi completado em menos de seis semanas. O total arrecadado pelo governo na oferta pública de ações, em julho de 1995, atingiu US\$2,904 bilhões. Mais de 800 mil compradores (incluindo investidores institucionais) exerceram a compra das ações ao preço fixo de FF86. A procura pelas ações foi de aproximadamente o dobro das ações disponíveis (Fleuriet, 1996:141). O sucesso da operação foi explicado por três fatores:

- ▼ preço atrativo das ações;
- ▼ o fato de a empresa estar numa fase favorável do ciclo de preços dos produtos siderúrgicos;
- ▼ uma bem-organizada campanha direcionada aos investidores privados (*Steel Times International*, 1996).

A oferta pública de ações da Usinor-Sacilor foi segmentada em vários blocos. Os investidores institucionais passaram a controlar 53,2% do capital, sendo 16,8% por bancos e instituições francesas, 2,9% por norte-americanos e 33,5% por investidores sediados em outros países (tabela 4). Outros 14,8% foram direcionados aos acionistas de longo prazo, sendo 10,1% por grupos industriais (Air Liquide, Électricité de France e Lucchini International) e 4,7% por bancos (Crédit National, Crédit Lyonnais e Société Générale). Os acionistas de longo prazo foram obrigados a manter pelo menos 80% das ações compradas (por FF90,78) por um prazo de 18 meses. Neste bloco, 10,1% do capital da Usinor-Sacilor são controlados por empresas estatais.

Dos novos acionistas da Usinor-Sacilor, apenas o grupo italiano Lucchini atua na indústria siderúrgica, tendo alguns empreendimentos em comum com a Usinor-Sacilor, com destaque para a relaminadora de aços planos La Magona d'Italia. Já o Crédit Lyonnais teve sua participação reduzida de 20 para 5,5% (sendo que apenas 3% fazem parte do núcleo estável de acionistas). Os investidores privados individuais compraram 15% das ações, enquanto os funcionários tiveram acesso a 4,1% do capital. O Estado reduziu sua participação acionária na Usinor-Sacilor de 80 para apenas 9,8% (*Usinor-Sacilor Annual Report*, 1995:59).

Tabela 4  
**Composição acionária da Usinor-Sacilor: 1994-98**  
 (%)

Acionista	Dez. 1994	Dez. 1995	Dez. 1996	Fev. 1998
Estado francês	80,0	9,8	8,7	1,0
Crédit Lyonnais*	20,0	2,5	–	–
Núcleo Estável de Acionistas	–	14,8	14,8	13,8
▲ Electricité de France*	–	(3,7)	(3,7)	(3,7)
▲ Cogema*	–	(3,4)	(3,4)	(3,4)
▲ Crédit Lyonnais*	–	(3,0)	(3,0)	(3,0)
▲ Lucchini International	–	(2,0)	(2,0)	(2,0)
▲ Air Liquide	–	(1,0)	(1,0)	(1,0)
▲ Societé Civile Malakoff Investissement	–	(0,7)	(0,7)	(0,7)
▲ Crédit National	–	(0,5)	(0,5)	–
▲ SBC Warburg	–	(0,5)	(0,5)	–
Funcionários	–	4,1	4,1	3,7
Investidores institucionais	–	53,2	72,4	70,9
Investidores individuais	–	15,0		10,7

Fonte: *Usinor-Sacilor Annual Reports*, no web site da Usinor ([www.usinor.com](http://www.usinor.com)).

\* Empresas controladas direta ou indiretamente pelo Estado francês.

Em relação aos investidores de longo prazo, é interessante ressaltar que eles compraram ações por um preço superior ao praticado para os investidores institucionais e individuais. O ágio correspondente ao exercício do controle acionário atingiu 5,56%. As regras do acordo entre os acionistas estáveis são assim resumidas (*Usinor-Sacilor Annual Report*, 1995:59): “*The Stable Shareholders have entered into an agreement (the ‘Protocole’), pursuant to which each Stable Shareholder was required to hold the shares (and all right related thereto) purchased by it and subject to the Protocole for at least three months. Following the expiry of the initial three-month period, Stable Shareholders are now entitled to sell up to 20 percent of such shares (and all rights related thereto) to the third parties. During the 15-month period after such initial three-month period, Stable Shareholders are required to hold at least 80 percent of such shares (and all rights related thereto), provided, however, that during such period any Stable Shareholder subject to pro rata preemption rights to the other Stable Shareholders. During the three-year period following the initial 18-month period, Stable Shareholders will be entitled to sell any such shares (and all rights related thereto) to third parties, subject to pro rata preemption rights of the other Stable Shareholders*”.



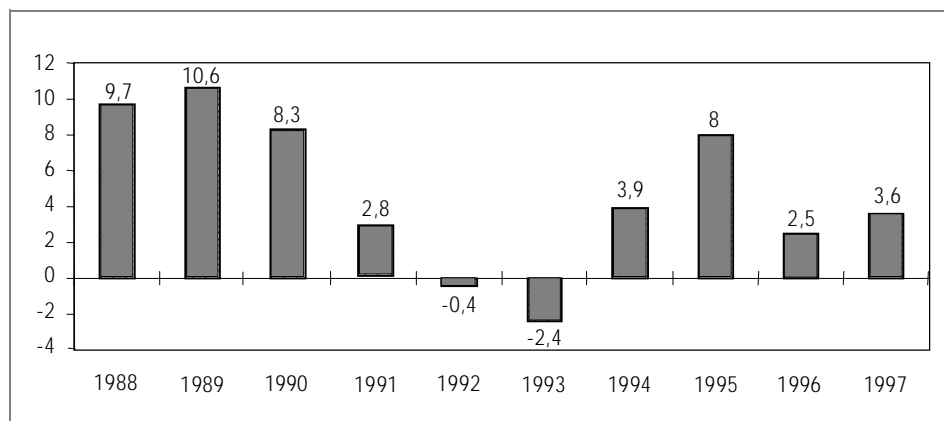
As informações disponíveis na tabela 4 mostram, contudo, que a estabilidade do controle acionário da Usinor ultrapassou as limitações impostas pelo acordo de acionistas. Exemplificando, em fevereiro de 1998 (32 meses após a privatização da empresa), o percentual detido pelos acionistas estáveis regrediu de 14,8 para 13,8%. Apenas dois investidores desfizeram-se de suas participações, devendo-se ressaltar que eles foram os bancos responsáveis pelo próprio processo de privatização da Usinor e provavelmente tinham interesses de mais curto prazo em comparação com os demais investidores estáveis.

Deve-se salientar que a participação dos investidores institucionais na Usinor foi se elevando ao longo do tempo, passando de 53,2% (em dezembro de 1995) para 70,9% (em fevereiro de 1998). Isto foi uma conseqüência da redução da participação acionária direta do Estado, bem como da parcela em poder dos acionistas minoritários. Tão ou mais importante que a diminuição do percentual conjunto controlado pelos acionistas minoritários vem sendo a tendência de redução do número total de acionistas da Usinor. Dos 800 mil acionistas que a empresa tinha logo após a privatização, esse número regrediu para 400 mil (em dezembro de 1995) e, finalmente, para 210 mil (em fevereiro de 1998).

É bem verdade que a queda verificada no preço das ações após a privatização contribuiu significativamente para a trajetória de redução do número de acionistas. Vale lembrar que o preço da ação da Usinor regrediu para apenas FF58 (em dezembro de 1995). A desvalorização das ações da Usinor foi bastante correlacionada com a retração dos preços internacionais dos produtos siderúrgicos. Vale lembrar que a Usinor foi privatizada em julho de 1995, quando o preço da bobina laminada a frio (o produto siderúrgico mais representativo) no mercado de Bruxelas era de US\$590/t. Este foi, aliás, o maior preço nominal desse produto pelo menos desde 1980, ou seja, o governo francês soube escolher um bom momento para colocar à venda as ações da Usinor-Sacilor. Neste sentido, deve-se recordar que o governo anunciou a privatização da empresa em menos de duas semanas após sua posse. Isto foi uma resposta às pressões exercidas pelo *chairman* da então Usinor-Sacilor, segundo o qual esse era o momento propício do mercado siderúrgico para vender a empresa (*Metal Bulletin*, 1995:19). Conforme se observa na figura 2, o lucro operacional da Usinor-Sacilor em 1995 foi o maior registrado desde 1991. Já em 1996, o resultado voltou a cair significativamente.

Em relação à questão do controle acionário da Usinor, cabe discutir ainda três questões. A primeira relaciona-se ao poder de mercado no âmbito da siderurgia francesa. Esta situação efetivamente não se alterou, pois a empresa já detinha o virtual monopólio da siderurgia francesa. Ressalte-se que a constituição da Usinor-Sacilor representou o encerramento de um longo processo de reestruturação patrimonial e, mais recentemente, industrial. Portanto, não havia mais qualquer empresa a incorporar, bem como as plantas mais defasadas do ponto de vista tecnológico já haviam sido desativadas. A privatização implicou a transformação de um monopólio público em privado, embora com uma composição societária-patrimonial bastante pulverizada.

Figura 2  
Lucros operacionais da Usinor: 1988-97  
(FF bilhões)



Fonte: *Usinor Annual Reports*, no web site da Usinor ([www.usinor.com](http://www.usinor.com)).

A segunda questão refere-se ao aumento do poder de mercado da Usinor no âmbito da União Européia. De fato, após a privatização, a Usinor retomou sua estratégia de internacionalização das atividades, através das seguintes operações:

- ▼ ainda em 1995, comprou, em sociedade com a siderúrgica holandesa Hoogovens, a SN Planos, uma relaminadora portuguesa de bobinas a frio, folhas-de-flandres e galvanizados, por US\$36 milhões;
- ▼ em outubro de 1997, adquiriu o controle acionário (50,7%) da siderúrgica belga Fabrique de Fer de Charleroi (Fafer), que pertencia ao grupo Boël; em fevereiro de 1998, a participação da Usinor na empresa elevou-se para 98,4%; a Fafer possui uma usina semi-integrada, com capacidade de 530 mil toneladas e 1.030 empregados; sua linha de produção é direcionada para chapas de aço inoxidável;
- ▼ em outubro de 1997, a Usinor e o grupo Arbed chegaram a um acordo em relação à expansão da Sidmed (uma laminação de tiras a frio, localizada na Espanha) — a capacidade será aumentada de 1,1 milhão para 2 milhões de toneladas, ao passo que a participação da Usinor passará de 32,5 para 49%;
- ▼ em março de 1998, foi anunciada a intenção da Usinor de elevar a sua participação acionária na laminadora Magona d'Itália, de 41,6 para 84,8%;

- ▼ em abril de 1988, a Usinor manifestou a intenção de adquirir 40% da siderúrgica italiana ISP, controlada pelo grupo Arvedi; no ano de 1997, esta siderúrgica produziu 706 mil toneladas.

Os dois últimos investimentos da Usinor anunciados para o mercado europeu relacionam-se à siderurgia italiana. Esses casos são importantes, pois envolvem a siderúrgica italiana Lucchini, que já era um parceiro da Usinor antes mesmo de sua privatização. No caso da Magona d'Itália, a Lucchini passou a controlar a empresa em setembro de 1992, quando adquiriu a usina estatal Piombino. A bem da verdade, a empresa Lutrix controlava 84,8% da Magona d'Italia, sendo que o controle da Lutrix era repartido entre a Lucchini (51%) e a Usinor (49%). Assim, a Usinor está em vias de aumentar sua participação para 100% da Lutrix. Já no caso da siderúrgica ISP, a Usinor estava estudando a aquisição de 40%, enquanto a Lucchini compraria mais 15%, reforçando suas relações de parceria. Por fim, na privatização da ILP, a principal empresa siderúrgica italiana, um dos consórcios que disputou o controle da empresa era capitaneado pela Lucchini e contava com a participação minoritária da Usinor.

## 5. Considerações finais

A experiência de privatização da siderúrgica francesa Usinor é um caso bastante interessante por se tratar de um virtual monopólio. Nesses casos, a preocupação central é com os riscos de transformação de um monopólio público em privado, que seria mais nocivo à economia de um determinado país. Diante dessa perspectiva, formulam-se duas sugestões de política. A primeira diz respeito à cisão da empresa ou à venda de cada subsidiária separadamente. No setor siderúrgico, apenas Brasil, México e Itália decidiram privatizar cada subsidiária individualmente, em vez de vender a empresa *holding*. Esta decisão diminui o poder de barganha dos novos proprietários, mas pode levar a uma excessiva fragmentação da indústria, com efeitos danosos sobre a competitividade de um país, em função da importância de apropriação das economias de escala.

A segunda proposta consiste na pulverização do capital da empresa no mercado acionário, desde que atendidos vários pré-requisitos, entre os quais:

- ▼ a existência de um mercado de capitais de grande porte;
- ▼ a adoção de uma campanha de publicidade intensiva;
- ▼ a existência de um mercado (no caso siderúrgico) bastante aquecido;
- ▼ a empresa apresentar bom desempenho econômico (lucro) no curto prazo.

A conjugação desses vários elementos num determinado período certamente não é freqüente. Por isso, entre 22 países que privatizaram suas siderúrgicas ao longo do período 1984-97, apenas três buscaram a privatização através da oferta pública de ações, com a conseqüente pulverização do controle acionário (Paula, 1998). Entre esses três países, os mecanismos de proteção contra um eventual *take-over* foram distintos:

- ▼ o Reino Unido adotou as *golden shares*, bem como limites individuais para a retenção de ações;
- ▼ a África do Sul estabeleceu limites individuais para os acionistas, sendo esses mais restritivos com os investidores estrangeiros;
- ▼ a França utilizou a concepção de núcleo estável de acionistas. Trata-se, assim, de uma modelagem única na indústria siderúrgica mundial, embora freqüente nas duas etapas do programa de privatização francês.

No que se refere à adoção do núcleo estável de acionistas na Usinor, duas são as principais conclusões:

- ▼ a estabilidade do controle acionário foi muito além da estabelecida através do acordo de acionistas — após 32 meses de privatização, o núcleo estável de acionistas retém 13,8% do capital da empresa (era inicialmente de 14,8%), mesmo com a queda acentuada do número de acionistas; assim, em momentos de retração das cotações das ações, o risco de eventuais *take-overs* foi minimizado;
- ▼ em relação aos objetivos dos acionistas estáveis, *a priori*, apenas a siderúrgica italiana Lucchini apresentou de fato uma relação de parceria mais duradoura, retratando um investimento mais estratégico, enquanto as outras empresas aparentemente teriam uma motivação mais financeira na condição de acionistas da Usinor.

## Referências bibliográficas

- Berthomieu, G. *Usinor-Sacilor: a play on the French steel industry*. Paris, Cheuvreux de Virieu, 1995.
- Cartelier, L. L'expérience française de privatisation 1986-1988: bilan et enseignements. *Problèmes Économiques* (2.362):1-7, 1994.
- Cockerill, A. *The steel industry: international comparisons of industrial structure and performance*. London, New York, Cambridge University Press, 1974.

- Deveaud, P. Amplitude e especificidade do movimento de privatização. In: Seminário Internacional sobre Privatização e Desestatização, 1. *Anais*. Belo Horizonte, Confederação Nacional da Indústria e Federação das Indústrias do Estado de Minas Gerais, 1989. p. 156-71.
- Durupty, M. La loi de privatisation de 1993. *Problèmes Économiques* (2.362):8-14, 1994.
- ECE. *Privatization and changing ownership in the steel industry*. New York, Geneva, United Nations, 1996.
- Fleuriet, M. France: inevitable slowdown. Gibbon, H. (org). *Privatization yearbook, 1996*. London, Privatisation International, 1996. p. 141-4.
- Gazeta Mercantil*. 1-6-1995. p. c-4.
- Goldstein, Andrea. Privatisations et controle des entreprises en France? *Revue Économique*, 47(6):1.309-50, 1996.
- Guislain, P. *The privatization challenge: a strategic, legal, and institutional analysis of international experience*. Washington, D.C., World Bank, 1997.
- Howell, T. R. et alii. *Steel and the State: government intervention and steel's structural crisis*. Boulder, London, Westview, 1988. (Economic Competition Among Nations.)
- Latge, S. P. S. *Privatização e política industrial: a experiência brasileira*. Rio de Janeiro, Instituto de Economia Industrial/Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1988. (Dissertação de Mestrado.)
- Lister, L. *Europe's coal and steel community: an experiment in economic union*. New York, Twentieth Century Fund, 1960.
- Manzetti, L. The political economy of privatization through divestiture in lesser developed economies. *Comparative Politics*, 25(4):429-54, 1993.
- Mathieu, C. M. *As estatizações do governo Mitterrand: França - 1981/88*. Campinas, Instituto de Economia/Universidade Estadual de Campinas, 1993. (Dissertação de Mestrado.)
- Metal Bulletin* (7.985):19, 1995.
- Messerlin, P. & Saunders, C. Steel: too much investment too late. In: Sheperd, G. et alii (orgs.). *Europe's industries: public and private strategies for change*. London, Frances Pinter, 1983. p. 52-81.
- Morin, François. Privatisation et dévolution des pouvoirs: le modèle français du gouvernement d'entreprise. *Revue Économique*, 47(6):1.253-68, 1996.
- Paula, G. M. *Privatização e estrutura de mercado na indústria siderúrgica mundial*. Rio de Janeiro, Instituto de Economia/Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1998 (Tese de Doutorado.).

Sader, F. *Privatization and foreign investment in the developing world, 1988-92*. Washington DC, World Bank, 1994. (Working Papers, 1.202.)

*Steel Times International*, 223(8):292, 1996.

Terroir, P. Contra as ondas de estatização. In: Grimstone, G. et alii (orgs.). *Privatização, mercado de capitais e democracia: a recente experiência internacional*. Rio de Janeiro, Correio da Serra, 1988. p. 123-34.

*Usinor-Sacilor Annual Report*. 1995.

Vuysteke, C. *Techniques of privatization of State-owned enterprises. Methods and implementation*. Washington DC, World Bank, 1988. (Technical Paper, 88.);

Young, P. A transferência da experiência de privatização britânica para outros países. In: Zini Jr., A. A. (org.). *O mercado e o Estado no desenvolvimento econômico nos anos 90*. Brasília, Ipea, 1993. p. 99-111 (Série Ipea, 137.)