

Las privatizaciones en Francia (*)

SUMARIO: I. INTRODUCCION. II. LOS DEBATES SOBRE EL SECTOR PUBLICO. III. EL INICIO DEL PROCESO DE PRIVATIZACIONES EN FRANCIA. 1. La necesidad de respiración del sector público. 2. Las privatizaciones ilegales. IV. LOS PROCEDIMIENTOS DE PRIVATIZACIÓN. V. CUADRO DE LOS PROCEDIMIENTOS DE PRIVATIZACIÓN. *Sección 1.* La determinación del valor de la empresa y la fijación del precio de oferta. 1. La elección de la empresa auditora y de los bancos asesores. 2. La determinación del valor. *Sección 2.* Las técnicas financieras de privatización. 1. Las técnicas de privatización a través del mercado bursátil. 2. Las técnicas financieras de privatización fuera del mercado.

I. INTRODUCCION

Hasta el lunes negro de octubre de 1987, las privatizaciones en Francia obtienen un éxito sorprendente. Casi una cuarta parte de las familias francesas (23 por 100) participaron en el proceso, con una inversión global de entre 30.000 y 37.000 millones de francos (1). Al final del mismo, el número de franceses propietarios de acciones en Bolsa era de 7,5 millones, cifra particularmente destacable ya que sitúa a Francia casi al nivel de Gran Bretaña (8,5 millones de accionistas), ha-

El INAP y la Redacción de DOCUMENTACIÓN ADMINISTRATIVA quieren dejar constancia de su agradecimiento, tanto al autor como a la *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico* y su editor, por la autorización para la traducción y reproducción de este trabajo a partir del texto publicado en dicha revista, número 1 del año 1988.

(*) Ponencia presentada en el Seminario sobre las privatizaciones en Europa celebrado en la Facultad de Derecho de la Universidad de Roma el 24 de noviembre de 1987.

(1) Según la encuesta del Centre de Recherche Economique pour l'Epargne realizada en abril y mayo de 1987 para la Asociación Française des Etablissements de Crédit.

biéndose tardado en este último país ocho años en alcanzar tal resultado.

Es difícil conocer las razones últimas que llevan a los franceses a comprar acciones de las sociedades privatizadas. ¿Es el deseo de convertirse en accionista de una empresa, o tan sólo la voluntad de realizar una inversión sin riesgo? Este nuevo accionariado popular, ¿permanecerá una vez transcurrido el plazo de inalienabilidad de las acciones, o por el contrario no será sino un episodio pasajero? Parece igualmente prematuro concluir, como han hecho ciertos políticos, que se ha producido una transformación radical del comportamiento de los franceses, susceptible en adelante de suponer un obstáculo infranqueable a cualquier nueva política de nacionalizaciones.

Un sondeo de IPSOS para *Le Monde* (Inversiones de los franceses. Balance de las privatizaciones) realizado del 18 al 23 de junio y del 2 al 8 de julio de 1987 sobre una muestra de 1.799 personas de más de dieciocho años ofrece más información acerca de estos nuevos accionistas (el sondeo se refiere a las seis primeras privatizaciones de grandes empresas: Paribas, St. Gobain, CGE, Societé Générale, CCF, Havas). Según este estudio, un 13 por 100 de los franceses ha comprado al menos una acción de estas empresas, lo que supone, proyectando el resultado sobre la población total, un número de al menos cinco millones de nuevos accionistas.

El sondeo revela la estabilidad de este accionariado, que en general desea conservar sus nuevos títulos. Pero más importante es el dato de la gran participación de las clases medias, puesto que más de un tercio de las familias compradoras tiene una renta mensual inferior a 12.000 francos. Es igualmente destacable el dato de que para rentas mayores de 25.000 francos la tasa de participación disminuye, lo que significa un relativo desinterés de las familias de ingresos elevados, más atraídas por inversiones con mayor rentabilidad.

Otra constatación referente a la composición social de estos nuevos accionistas es la de su juventud: la mitad tiene menos de cuarenta y cinco años, y sólo un 22 por 100 son mayores de sesenta. Jubilados e inactivos representan un 35 por 100 del total, al igual que los técnicos, cuadros medios y empleados, mientras que los cuadros superiores y las profesiones liberales son un 22 por 100. Los nuevos accionistas, en cambio, no son ni obreros (6 por 100) ni agricultores (2 por 100).

La lectura política del sondeo no es menos reveladora: el 30 por 100 del nuevo accionariado se muestra «cercano» al Partido Socialista, que sin embargo está oficialmente «dividido» respecto de las privatizaciones. El resultado en lo referente al futuro de estas operaciones parece más difícil de interpretar, en la medida en que la mayoría (59 por 100) se muestra favorable a su interrupción, pero una vez confirmado su éxito, sin que pueda por ello afirmarse tajantemente que los parti-

darios del cese (33 por 100) no debieran ser de algún modo sumados a ese 21 por 100 que desea que las privatizaciones continúen.

En un primer momento la compra de acciones resulta una inversión rentable. Según datos del 18 de mayo de 1987 publicados por *Le Figaro de l'économie*, los beneficios potenciales de una familia con dos hijos eran, el 15 de mayo, de 7.546 francos en el caso de haber participado en todas las operaciones desde el 24 de diciembre de 1986 (BIMP, BTP, Sogenal, Paribas, St. Gobain). El *crack* bursátil del 19 de octubre de 1987 trastoca esta situación, ya que sólo tres empresas mantienen su cotización por encima de la cifra inicial: St. Gobain (14,4 por 100), BIMP (9,4 por 100) y TF1 (2,2 por 100), pero puede que no sea más que un fenómeno pasajero.

Existe un punto clave de las privatizaciones difícil de discernir: el destino de los ingresos fruto de las ventas de empresas. En la mayoría de los casos el producto de la transacción revierte a manos del Estado en perjuicio de las empresas. El uso que de él hace el Gobierno va desde el saneamiento de empresas públicas a inversiones en autopistas. Excepcionalmente, como en el caso de la CGE, parte de la suma se destina a una ampliación de capital de la empresa. Sin embargo, parece que el efecto primordial sea la disminución del gasto público: las empresas privatizadas ya no requerirán del Estado un comportamiento de accionista y, por tanto, le evitarán el intervenir financieramente.

El resultado final de las privatizaciones es aún una incógnita. Únicamente se ha llevado a cabo una parte del programa global, estando el resto condicionado por las consultas electorales. Los candidatos a la presidencia, salvo uno, no se han pronunciado claramente sobre cómo piensan continuar el proceso, y parece que los diputados socialistas no se plantean el dar marcha atrás en las privatizaciones emprendidas desde marzo de 1986, a excepción de la venta de TF1.

El éxito de las privatizaciones no ha acallado la polémica entre los partidarios de las nacionalizaciones y los de la desestatalización. El informe del diputado del RPR A. CHASTAGNOL sobre los resultados de las empresas públicas (mayo de 1987) ha reavivado la discusión, al mostrar unas consecuencias muy negativas de las nacionalizaciones de 1982, hasta el punto de que el gobierno prefirió publicar una versión menos drástica para no perjudicar el proceso de privatización de tales empresas. En cambio el diputado socialista M. CHARZAT considera que «las privatizaciones están acostumbando a los franceses a una economía de casino» y que «en ellas prima una lógica estrictamente financiera en lugar de una lógica industrial a largo plazo» (*Les Echos*, 19 de mayo de 1987).

Por último, las privatizaciones suponen una modificación sensible del volumen de negocios de la Bolsa de París, que al aumentar en un 20 o un 30 por 100 se sitúa en la mitad del de la Bolsa de Londres,

cuando hasta hace muy poco era de la quinta parte. Esta transformación de la capacidad financiera de París podría influir considerablemente sobre la economía francesa al permitir a las empresas obtener más fácilmente los capitales necesarios para su modernización.

Aunque las privatizaciones estén lejos de haber finalizado, su número y el peso que representan en la economía francesa son lo suficientemente importantes en vísperas de las elecciones presidenciales de 1988 para que merezcan su estudio.

Ello obliga a definir previamente el concepto de privatización y su ámbito de aplicación. El derecho francés no ofrece una respuesta demasiado precisa. Terminológicamente parece evocar el paso de una empresa del sector público al sector privado, tanto en el marco del artículo 34 de la Constitución como en el de la Ley de 2 de julio de 1986 sobre empresas públicas. Por su parte la Ley de 6 de agosto de 1986 recoge por vez primera la puesta en marcha de las «privatizaciones previstas en la Ley de 2 de julio». El legislador considera las privatizaciones como la transferencia de la propiedad del capital de una empresa que se opera desde el patrimonio de una persona pública hacia el de un particular. ¿Es necesario que se transmita todo el capital para que se trate de una auténtica privatización? La respuesta a esta cuestión se superpone al problema del ámbito de aplicación. En efecto, la ley prevé que sus disposiciones se apliquen no sólo a las operaciones de transmisión íntegra del capital (son 65 las empresas en tal situación), sino también a las de venta parcial resultante de una simple autorización administrativa. ¿Debe entenderse que sólo las transmisiones mayoritarias de capital encajan en la noción de privatización? Las Leyes de 2 de julio y de 6 de agosto de 1986 no lo especifican, y su aplicación a la operación de venta de una parte ínfima del capital de Elf-Aquitaine permite dudarlo. Parece, sin embargo, más razonable considerar esta operación como un ensayo de los procedimientos de privatización y no como una privatización propiamente dicha. Es, por tanto, conveniente atenerse a las líneas establecidas por la jurisprudencia administrativa, que limitan el concepto de privatización a las operaciones de transmisión de más del 50 por 100 del capital de una empresa del sector público al sector privado.

II. LOS DEBATES SOBRE EL SECTOR PUBLICO

Desde las nacionalizaciones de 1982 el sector público ha sido el centro de numerosos debates acerca de su tamaño, considerado excesivo por una parte de la clase política, y de su gestión y su contribución al desarrollo de la economía nacional. Estos argumentos juegan un papel determinante en las privatizaciones.

Las dimensiones del sector público han sido criticadas a causa del cambio cualitativo en la economía francesa provocado por las nacionalizaciones de 1982. Hasta entonces su importancia en la vida económica francesa era prácticamente idéntica a la de las grandes potencias industriales; sus efectivos representaban aproximadamente el 9,5 por 100 de la población activa, con fuerte presencia en los sectores de la energía, transportes, telecomunicaciones, y relativamente poca implantación en la industria. El porcentaje de empresas públicas en relación con el total de empresas no financieras era del 13,5 por 100, y en términos de formación bruta de capital fijo el sector público suponía el 30,5 por 100.

Con las nacionalizaciones la principal modificación ha sido la del papel del Estado en la industria. Este cambio afecta en primer lugar a los efectivos totales del sector público, que pasan de 1.654.000 a 2.353.000 trabajadores, de los que 920.000 (antes sólo 298.000) pertenecen al sector industrial. Por lo que respecta al volumen de negocio de la industria, la proporción del sector público aumenta del 17,2 al 30 por 100, y si se contabilizan únicamente las grandes firmas (más de 2.000 trabajadores) el porcentaje sube hasta el 48,4 para la industria en general y al 47,1 para la industria no energética. Para las empresas medias (de 500 a 2.000 trabajadores) las cifras son del 18 por 100 de las ventas y el 15 por 100 de los efectivos, en lugar de 4,7 y 3,8 por 100, respectivamente, antes de 1982. En definitiva: tras las nacionalizaciones el sector público francés es, en relación con las potencias industriales, al mismo tiempo mayor y más orientado hacia las actividades industriales que compiten con el sector privado (destacando entre otras las actividades de tecnología punta). La proporción del sector público en Francia respecto de la población activa y del PIB es de cuatro a cinco veces mayor que en Japón y en Canadá, el triple que en Suecia, el doble que en Alemania, una vez y media mayor que en el Reino Unido o en Italia, e incluso algo mayor que en Austria.

Este notable aumento del volumen del sector público ha sido objeto de muchas críticas, que insisten en los puntos más débiles y en los malos resultados económicos de las empresas públicas.

En su obra sobre la desestatalización (2), B. JACQUILLAT cifra en más de 130.000 millones de francos el total de pérdidas del sector público acumuladas entre 1981 y 1984. Si se añaden las subvenciones de explotación otorgadas a las empresas públicas, la suma aumenta hasta 320.000 millones, que sin duda han de completarse con las aportaciones del Estado a los regímenes estatutarios y planes de jubilación de la SNCF, la CDF y la SEITA, con lo que las pérdidas globales serían de 410.000 millones de francos. Para explicar las causas de estos ma-

(2) B. JACQUILLAT, *Désétatiser*.

los resultados, B. JACQUILLAT ha realizado un estudio de las 25 mayores empresas públicas industriales europeas desde 1972 a 1983, que incluyen siete francesas. En él se aprecia una frecuencia destacable de los resultados negativos, siendo mayoría las empresas deficitarias sobre las rentables. Según la media anual del período estudiado, todas las empresas han tenido pérdidas, llevándose la palma las dos siderúrgicas francesas. Comparando los datos con los de las 25 mayores empresas privadas industriales de Europa, el autor destaca que éstos son por lo general positivos con respecto a los de los grupos nacionalizados; a las mismas conclusiones se llega al confrontar los márgenes comerciales de beneficio del sector privado y del sector público, ya que durante los doce años estudiados el margen medio de aquél fue de + 2 por 100, y el de éste de - 5 por 100.

Otros documentos e informes oficiales referidos al sector público de la economía ponen de manifiesto los problemas de gestión de las empresas públicas. Desde los informes NORA (abril de 1967) y VEDEL y LA GRENIÈRE, se ha venido recomendando a los distintos Gobiernos que subsanen los errores de gestión de los grupos públicos. Asimismo, un informe del Tribunal de Cuentas de junio de 1986 es claro al respecto (se refería a Renault-Vehículos Industriales, Usinor, Sacilor, SNCF, RATP y SEITA). El documento se muestra particularmente crítico con la SNCF al subrayar «las numerosas anomalías de gestión del servicio de alquiler de automóviles que presta la sociedad de control y de explotación de transportes auxiliares (SCETA)», como, por ejemplo, «el crecimiento arbitrario y desmedido de la red de filiales» (una de ellas tras ser readquirida por otra filial y, por tanto, evitando el trámite de aprobación del Ministerio), «errores en la organización de las reservas de automóviles», «desórdenes administrativos y contables», «gastos anormales», «falta de control sobre la SCETA», etcétera (3).

Más recientemente el análisis de los resultados económicos del sector público, y en particular de las empresas nacionalizadas en 1982, ha dado lugar a interpretaciones contradictorias, algunas de las cuales han servido de justificación a los partidarios de las privatizaciones. El informe CHASTAGNOL de mayo de 1987 es buena muestra de ello (4). Al analizar los límites del voluntarismo industrial, el informe destaca los desiguales resultados del sector público como motor de la economía, ya que mientras el sector público industrial ha contribuido ciertamente a sostener la inversión industrial y al fomento de la investigación aplicada, no ha sabido mantener el nivel de empleo, ha constituido «el ins-

(3) Sobre los errores de gestión detectados por el Tribunal de Cuentas, véase A. DELION y M. DURUPTY, «Chronique des entreprises publiques», en *Revue Française d'Administration Publique*, núm. 39, pp. 541 y ss.

(4) Informe de la Comisión de Producción y de Comercio sobre los resultados de las empresas públicas no financieras, Asamblea Nacional, núm. 786.

trumento inadaptado de un falso nacionalismo» y «ha acumulado unas pérdidas de 58.000 millones de francos entre 1980 y 1985». En concreto se insiste en que el sector público industrial tenía unos resultados ligeramente positivos en 1980, y el déficit se dispara a partir de 1982 para alcanzar su cota máxima en 1984 con cerca de 20.000 millones de francos. En 1985 las pérdidas son aún importantes (10.000 millones), a pesar de una mejora con respecto a los años anteriores.

Otro argumento manejado en el informe, y que deja entrever una postura favorable a las privatizaciones, es el excesivo intervencionismo público. Para la comisión que elaboró el informe, la sustitución de la lógica industrial por la lógica tecnocrática no comporta, ni mucho menos, únicamente efectos positivos. Esta crítica, si bien matizada en lo referente a las opciones estratégicas impuestas a las empresas por el Estado, es más contundente a la hora de enjuiciar el estatuto y el carácter público de las empresas que compiten en el mercado con el sector privado, que se considera una estructura variable pero demasiado rígida: las exigencias de la libre competencia «se muestran incompatibles con el estatuto de los grupos industriales públicos» (p. 35). Para resolver las contradicciones entre las necesidades de la autonomía de gestión y la asignación de objetivos generales al sector público, los poderes públicos preconizaron convenios y acuerdos, descalificados por el informe al tildarlos de «artificio estilístico» (p. 35), apoyándose esta crítica en el carácter laxo y poco vinculante de las obligaciones recíprocas de los contratantes.

Así, se dice que «el Estado no ha cumplido sus promesas: en el caso de BULL, el último 25 por 100 de la dotación de capital prevista para 1985 se concedió al principio de 1986», y a veces son las empresas públicas quienes incumplen sus compromisos, pues THOMSON afirmaba en julio de 1983, fecha en que se firma el convenio con el Estado, que «sus actividades en el sector de las comunicaciones formaban parte de su estrategia comercial, y sin embargo las vendió al cabo de dos meses a la CGE». Por ello, el recurso a las técnicas contractuales, aunque aconsejado por el Banco Mundial para los países del tercer mundo, es calificado de «ilusorio» (p. 37).

Las conclusiones del informe CHASTAGNOL resumen bastante bien los argumentos en pro de las privatizaciones. Si bien se reconoce un saneamiento de las empresas públicas industriales desde 1982, sí se cuestiona la continuidad del esfuerzo presupuestario del Estado, ya que se limita en gran medida a «cubrir las pérdidas de los grupos de empresas en dificultades» (p. 241). En estas condiciones, las privatizaciones «se enmarcan en un amplio movimiento a escala mundial comenzado hace algunos años. En la historia de la evolución económica, la década de los ochenta quedará como la de las privatizaciones». El informe sostiene que «se trata de un imperativo económico y no de

una decisión ideológica» (p. 242), en el que confluyen dos objetivos prioritarios: «el aumento de la competitividad de las empresas, la reducción del déficit público y la implantación de un libre mercado real» y «el desarrollo de la participación del ciudadano en la vida económica de la nación».

Este contexto polémico denota la ruptura del consenso entre las élites políticas respecto del tamaño y el funcionamiento del sector público. Pero en realidad, y más allá de las aparentes divergencias, las necesidades económicas del dinamismo industrial y las presiones financieras en cuanto a la rentabilidad son unánimemente sentidas, y exigen una mejora de las condiciones de gestión de las empresas públicas. Así entendidas, las privatizaciones serían el punto culminante de una lenta evolución cuyos orígenes remotos estarían en el informe NORA de 1967.

III. EL INICIO DEL PROCESO DE PRIVATIZACIONES EN FRANCIA

La privatización de las empresas públicas es en Francia un fenómeno aparentemente reciente. Con la condición, claro está, de definir las como la transferencia del sector público al sector privado de la propiedad de participaciones mayoritarias de empresas cuya titularidad, directa o indirecta, sea estatal (5). Una acepción más amplia, que se refiere a la privatización de las técnicas de gestión de las empresas públicas, se contenía y se recomendaba en el informe NORA. Desde entonces la mayoría de las empresas públicas han adoptado las técnicas de *management* de las empresas mercantiles y se han orientado algo más hacia la búsqueda de la rentabilidad económica (6).

Se produjeron igualmente algunos casos de privatización de las estructuras jurídicas (adopción de formas privadas de personalización) de empresas públicas: la Régie Nationale des Tabacs, o la conversión en varias empresas de la ORTF. Pero los poderes públicos conservaron el control mayoritario del capital.

Los primeros intentos reales de transferencia del sector público a manos privadas, mediante simple autorización administrativa y, por tanto, en flagrante violación del artículo 34 de la Constitución, se pro-

(5) Esta definición es la del artículo 4 de la Ley núm. 86-793, de 2 de julio de 1986, que autorizaba al gobierno a adoptar diversas medidas en materia económica y social. Sobre la definición de «empresa pública», véase A. DELION, «La notion d'entreprise publique», *L'Actualité Juridique-Droit Administratif*, 1979, pp. 3 y ss., y M. DURUPTY, «Existe-t-il un critère de l'entreprise publique?», *Revue Administrative*, 1984, núm. 1.

(6) Al respecto, véase J. P. ANASTASSOPOULOS, *La stratégie des entreprises publiques*, París, 1980.

ducen al crear la COGEMA, filial del Comisariado para la energía nuclear: el decreto de creación, de fecha 26 de diciembre de 1975 (7), autorizaba al nuevo ente a comprar participaciones de sociedades relacionadas con su objeto social, sin exigir que estas participaciones fuesen mayoritarias. Tras un recurso del Sindicato Nacional de los trabajadores de la energía nuclear, el Consejo de Estado anuló esta posibilidad en su *arrêt* de 24 de noviembre de 1984 (8). No obstante, e independientemente de las discusiones acerca de las privatizaciones silenciosas que rodearon el caso, se comienza a sentir una necesidad imperiosa de equilibrio entre las intervenciones del sector público en las empresas del sector privado y las «devoluciones» a éste de las empresas públicas.

1. *La necesidad de respiración del sector público*

Desde el fin de la segunda guerra mundial hasta 1986, el sector público ha experimentado un crecimiento constante, tanto a causa de las nacionalizaciones de 1945 y 1982 como de las denominadas «nacionalizaciones silenciosas».

Este último fenómeno, denunciado por el senador E. BONNEFOUS (9), se produce por un aumento incontrolado de la creación de empresas filiales y de compra de acciones por parte de las empresas públicas, y tiene por objeto cooperar con otras unidades de producción, buscar mayor seguridad en los suministros y en los mercados, mejorar las condiciones de gestión, desarrollar y diversificar las actividades en el extranjero y realizar inversiones rentables y seguras.

De este modo la expansión del sector público no encuentra obstáculo alguno, mientras que el movimiento inverso, la marcha atrás es jurídicamente imposible. Este efecto de imposibilidad de reprivatización (10) se agrava por el repentino crecimiento del sector público que provocan las nacionalizaciones de 1982. El gobierno Mauroy, consciente de los riesgos que este «corte de respiración» va a suponer para los grupos de empresas públicas, anuncia ya en 1981 un proyecto de ley reguladora del paso de empresas del sector público al sector privado (11). Depositado en la Asamblea Nacional el 28 de octubre de 1982,

(7) *L'Actualité Juridique-Droit Administratif*, 1979, 3.42, con nota de Bazex.

(8) Véase igualmente sobre este punto la sentencia SFENA-Crouzet.

(9) Fue el redactor del Informe de la Comisión de Finanzas y de Control Presupuestario y Contable acerca del control de las empresas públicas. Senado, núm. 379, segunda sesión ordinaria de 1976-77.

(10) Término utilizado por los senadores Blin, Chamant, Fosset y Torre en el Informe de la Comisión de Finanzas y de Control Presupuestario y Contable acerca del control de las empresas públicas. Senado, núm. 16, primera sesión ordinaria de 1985-86.

(11) Proyecto de ley referente a la transmisión de propiedad de empresas del sector público al sector privado, Asamblea Nacional núm. 1.193, primera sesión ordinaria 1982-83.

este proyecto viene a completar las leyes de nacionalización y de democratización del sector público. El Primer Ministro lo presenta, en la Exposición de Motivos, como respuesta a un vacío normativo y como solución a las necesidades de gestión eficaz de las participaciones estatales en las empresas: «los grupos industriales nacionales deben poder comprar o vender participaciones en las empresas en función de los objetivos estratégicos que les han sido asignados».

Con el fin de eludir lo dispuesto en el artículo 34 de la Constitución, que establece una reserva de ley para las reglas del traspaso de la propiedad de empresas desde el sector público al sector privado, el proyecto de 1982 prevé un doble mecanismo. La cobertura legal sigue siendo necesaria, pero únicamente para aquellas transferencias que puedan considerarse como estratégicas: por ejemplo, las empresas públicas creadas por ley, o aquellas en las que la mayoría del capital social sea directamente de titularidad estatal. En cambio para las transferencias no estratégicas bastará una simple autorización administrativa.

El proyecto no llegó a ser sometido a la cámara, ya que el gobierno temía las reacciones de los diputados socialistas que se oponían a cualquier medida que pudiera ser interpretada como una vuelta atrás en el proceso de nacionalizaciones de 1982. Desde entonces, como han repetido los sucesivos informes de la Comisión de Finanzas y de Control Presupuestario y Contable, «ante la disyuntiva asfixia o ilegalidad, los grupos políticos optaron por esta última, procediendo de un modo absolutamente irregular a la venta de filiales a empresas privadas francesas y extranjeras». Las privatizaciones comienzan pues en Francia de un modo ilegal, aunque ciertamente afectando sólo a filiales y nunca a las empresas matriz.

2. *Las privatizaciones ilegales*

Ante esta complicada situación el gobierno prefirió aplazar estas privatizaciones ilegales a presentar el proyecto a la Asamblea. El Decreto de 2 de diciembre de 1982 «de reducción del control del Estado sobre las nuevas empresas nacionalizadas» prevé que las compras, aumentos y ventas de participaciones financieras que lleven a cabo dichas empresas deberán ser aprobados por decisión conjunta del Ministro de Economía y del (o de los) Ministro del sector de la empresa, precisándose su montante en cifras absolutas y porcentuales. No se puede, por tanto, sostener que los poderes públicos hayan dejado de conocer las transferencias de empresas (o de acciones) del sector público al sector privado, tal y como han demostrado y cuantificado los

senadores Blin, Chamont, Fosset y Torre (Senado, núm. 8, primera sesión ordinaria de 1985-86).

Según se nos señala en este documento, la lista de operaciones que se ha confeccionado no es exhaustiva; por otra parte se insiste en las consecuencias negativas que tiene el haber vendido en la mayoría de los casos a grupos extranjeros (Philips, Imperial Chemical Industries, Norsk-Hydro), ignorándose uno de los objetivos iniciales del gobierno (12).

Algunas de estas operaciones fueron impugnadas ante los Tribunales. Así, el sindicato CGT de la Régie Renault recurrió en noviembre de 1985 ante el Tribunal de Comercio de Nanterre la venta ilegal de las filiales Remix y Micmo-Gitanes. Asimismo se pretendió anular la venta de Socapex, una filial de Thomson, a la empresa Bendix. El primer caso fue resuelto a favor de los recurrentes por el Tribunal de Apelación de París en sentencia de 10 de junio de 1986, designándose un comisario judicial para impedir «todo acto de carácter irreversible que haga imposible la anulación de la venta» (13).

Todas estas privatizaciones fueron convalidadas por el gobierno de J. Chirac.

Vicisitudes judiciales aparte, parece existir en la clase política un consenso tácito favorable a las privatizaciones. Evidentemente, la venta de empresas del sector público a los particulares no es vista desde la misma óptica por las principales fuerzas políticas, pero podemos afirmar que el acuerdo implícito es una realidad. Prueba de ello sería la ausencia de una oposición seria y contundente a la puesta en marcha de las privatizaciones.

IV. LOS PROCEDIMIENTOS DE PRIVATIZACION

Con ocasión de la XI Conferencia Internacional de las Comisiones de Valores de Bolsa (OICV) en julio de 1986, uno de los responsables de la Bolsa de Londres llamaba la atención de los asistentes acerca de las condiciones necesarias para el éxito de las privatizaciones. En primer lugar, la operación debe prepararse con varios años de antelación, para que la «nueva imagen» de la empresa sea asimilada por los inversores y por el público. Las campañas publicitarias juegan, por tanto, un papel fundamental, y normalmente son el resultado de una programación planificada a lo largo de al menos dieciocho meses. En segun-

(12) L. FABRUS, Ministro delegado de Presupuestos, en la sesión del Senado del 8 de julio de 1982.

(13) Al respecto véase L. RAPP, «Entreprises publiques et pouvoirs publics, l'exemple des cessions de participations financières publiques», *La Semaine Juridique. Cahiers de droit de l'entreprise*, 1986, núm. 2.

do lugar, es indispensable reorganizar las estructuras de las empresas, sobre todo desde un punto de vista contable; al ser la estructura de una empresa pública distinta de la de una empresa privada que cotice en Bolsa, se trata de modificar la política de amortizaciones, el control contable e incluso las inscripciones registrales. La eficiencia de tales medidas depende de que sean explicadas con detalle a los accionistas, a la opinión pública y a la prensa especializada. La estructura interna del capital deberá asimismo ser alterada, para convencer a los inversores nacionales de la credibilidad de la empresa y de sus perspectivas de futuro. Y por último, una autoridad no dependiente del gobierno ni del sector industrial debe asegurarse de que la venta de las acciones de las empresas que van a privatizarse se realice limpiamente y sin abusos.

Estas líneas maestras se han de completar con algunos principios prácticos: comenzar por las privatizaciones más fáciles de llevar a cabo, evitar las emisiones parciales, que provocan la incertidumbre del inversor, y realizarlas de manera que el mercado nacional quede protegido. Tal sería la metodología de las privatizaciones que han elaborado de modo sistemático los responsables del programa británico.

El programa de privatizaciones desencadenado en Francia por las Leyes de julio y agosto de 1986 se inspira en parte en este modelo, si bien presenta ciertas diferencias; la más importante es sin duda la velocidad del programa, mucho mayor que la del plan británico. La naturaleza de las empresas privatizadas es también diferente: apenas si encontramos empresas de gestión monopolística de servicios públicos como British Gas, British Telecom o British Airports. El proceso consta, sin embargo, de las mismas fases principales que el caso británico:

- Puesta en marcha de las grandes decisiones preparatorias.
- Estudios y preparación técnica y jurídica de las operaciones.
- Realización práctica de las operaciones.
- Seguimiento del accionariado (14).

V. CUADRO DE LOS PROCEDIMIENTOS DE PRIVATIZACION

Sección 1. *La determinación del valor de la empresa y la fijación del precio de oferta*

Antes de que la Comisión de Privatización estudie el valor de la empresa y de que sea fijado por el Ministro de Economía y Finanzas,

(14) A. DINER y J. TRICOU, «Tableau des procédures de privatisation en France», en la revista *Banque*, núm. 167, 1986.

la fase preparatoria prevé la elección de la empresa auditora y de los bancos asesores.

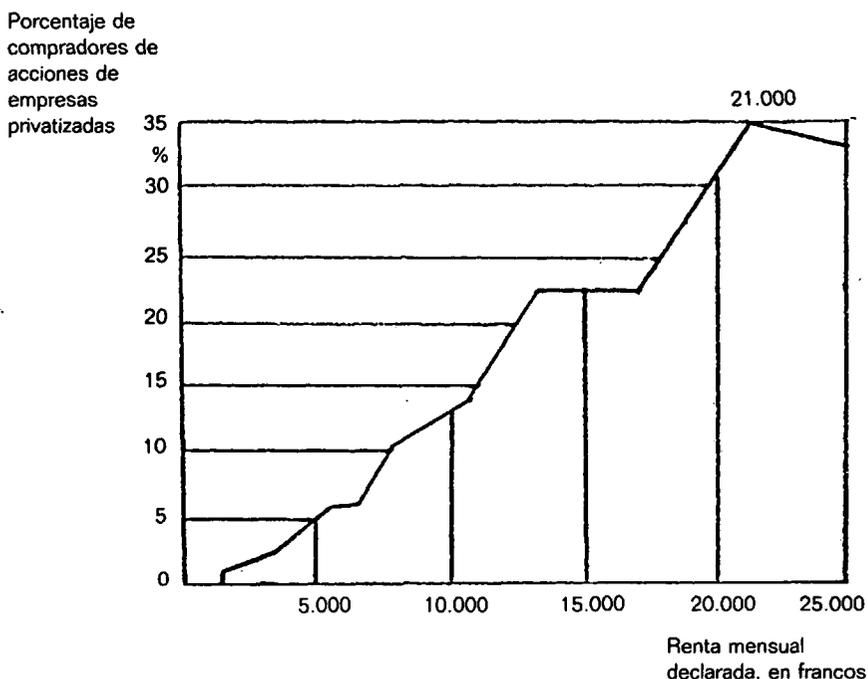
1. *La elección de la empresa auditora y de los bancos asesores*

Esta operación presenta una coincidencia y una singularidad respecto de los ejemplos extranjeros. Aquélla consiste en un concurso público para escoger a los asesores, de modo a asegurarse la colaboración de entidades francesas y extranjeras solventes que tengan un *know how* específico. Y la diferencia estriba en la extrema rapidez de la puesta en marcha del plan de privatizaciones: de dos a seis meses para las primeras empresas (St. Gobain, Paribas), mientras que en el caso británico transcurrieron dos años desde el inicio del proceso de privatización de British Telecom hasta la efectiva salida al mercado de sus acciones.

El anuncio por el Ministro de Economía del calendario de las privatizaciones reactiva el proceso. Esta declaración parece haber seguido un cauce informal, pues el Ministro utilizó una emisión televisiva (*L'heure de vérité* del 10 de septiembre de 1986), un programa de radio (Europe 1, el 18 de diciembre de 1986, cuando anunció la privatización del Crédit Commercial de France, la Banque du Bâtiment et des Travaux Publics y la Banque Industrielle et Mobilière Privée) o declaraciones en la prensa en las que enumeraba las empresas escogidas y la fecha del comienzo de las operaciones. Estos objetivos y plazos fueron en general respetados, pero pudo ocurrir que, como en el caso de Assurances Générales de France, algunas empresas no fuesen vendidas en el plazo inicialmente previsto; por el contrario, el ritmo establecido se vio en ocasiones intensificado, pues el éxito de las primeras privatizaciones estimuló al Ministro para acelerar su programa, modificando en la primavera de 1987 los plazos de la privatización de la CGCT y la Société Générale.

La selección de las empresas auditoras y de los bancos asesores (encargados de determinar el valor de la empresa privatizada y posteriormente de vender sus acciones) se lleva a cabo mediante concurso y examen de las candidaturas por un comité de selección que eleva sus conclusiones al Ministro, decidiendo éste en última instancia. La convocatoria del concurso se realiza en nombre del Gobierno francés y tiene por objeto tanto la elección de uno o más bancos asesores para aconsejarle en operaciones de privatización determinadas, como la de empresas o gabinetes auditores para la realización de estudios contables de las empresas a privatizar. En el caso de la elección del banco asesor, la convocatoria especifica sus funciones: el concurso para la privatización de la Société Générale Alsacienne de Banque, de la Banque

CUADRO NUM. 1. TASA DE PARTICIPACION EN LAS PRIVATIZACIONES, SEGUN LA RENTA MENSUAL FAMILIAR



Industrielle et Mobilière Privée y de la Banque du Bâtiment et des Travaux Publics precisa las tareas del banco asesor, que serán las de realizar estudios sobre el valor de los bancos a privatizar (que luego servirán de base para el informe que la Comisión de Privatización elevará al Ministro) y de sugerir las modalidades de venta de las acciones en el mercado francés y eventualmente en el extranjero. La convocatoria se refiere igualmente a otro concurso simultáneo, destinado a empresas auditoras, para examinar la contabilidad de las empresas que se van a privatizar, especificándose asimismo qué banco asesor y empresa auditora deberán desempeñar su labor en estrecha colaboración.

Las candidaturas se presentan bajo la forma de memorias y se dirigen a la Dirección del Tesoro Público, según un procedimiento previsto en la propia convocatoria.

La convocatoria del concurso para las empresas auditoras fija también las obligaciones de éstas, que normalmente consistirán en examinar los principios contables de la sociedad auditada y las capitalizaciones y plusvalías producidas, y en elaborar un informe detallado sobre el último balance consolidado y sobre la cuenta de resultados, tanto de la empresa como de cada una de sus actividades diferenciadas. Se especifica igualmente que la auditoría de la empresa a privatizar no

CUADRO NUM. 2. PERFIL DE LOS ACCIONISTAS DE EMPRESAS PRIVATIZADAS

	<i>Total %</i>
<i>Sexo</i>	
Hombres	52
Mujeres.....	48
	100
<i>Edad</i>	
18-24	10
25-34	19
35-44	21
45-59	28
60-69	11
70 en adelante.....	11
	100
<i>Profesión</i>	
Profesiones liberales, cuadros superiores.....	22
Técnicos, cuadros medios, empleados.....	35
Obreros.....	6
Agricultores.....	2
Inactivos, jubilados	35
	100
<i>Tamaño del hábitat</i>	
Menos de 2.000.....	8
2.000-20.000	30
20.000-100.000.....	13
Más de 100.000.....	51
	100

debe confundirse con la determinación de su valor. Pese a esta precisión, algunas críticas aparecidas en la prensa afectaron a la buena marcha de la auditoría de TF 1: el 15 de mayo de 1987 el periódico *France-Soir* recogía en titulares la opinión de Bernard TAPIE, para quien «el informe de la auditoría de TF 1 es falso», mientras que F. BOUYGUES declaraba el 21 de marzo a *Libération* que «aquellos que han llevado a cabo la determinación del valor de la cadena se han equivocado». En realidad fueron las empresas auditoras Salustro y J. C. Montec quienes verificaron, en fecha 31 de agosto de 1986, las cuentas de TF 1 (y de nuevo el 31 de diciembre a requerimiento de la C. O. B.), y por su parte Shearson Lehman Brothers (uno de cuyos consejeros es el antiguo inspector de finanzas S. Nora) y la BNP actuaron de asesores del Gobierno para la fijación del valor de la empresa, que fue de 3.000 millones de francos. Esta confusión en los medios de comunicación y en la opinión pública respecto de la función estrictamente contable de las empresas auditoras y de la responsabilidad del gobierno asesorado

por los bancos designados fue una de las constantes de las operaciones de privatización.

Para llevar a cabo la auditoría, las empresas especializadas se apoyan, en la medida de lo posible, en los trabajos anteriores de los comisarios contables y de los comisarios de control. De hecho tienen los mismos derechos de investigación e idéntica obligación de reserva, y realizan su trabajo en cooperación con dichos comisarios, así como con los gabinetes auditores internos de las empresas a privatizar (o con las empresas auditoras que se hubiesen encargado anteriormente del control contable de las sociedades en cuestión). Igualmente actúan de modo coordinado con los bancos asesores que llevan a cabo la determinación del valor de la empresa. La empresa auditora no puede haber participado, en los tres años anteriores, en más del 15 por 100 del presupuesto de auditoría global de la sociedad objeto de la verificación.

Las empresas o gabinetes interesados deben presentar la documentación con su candidatura al Director del Tesoro Público, con referencias de su actividad auditora en sociedades del sector de la empresa a privatizar, así como con una minuta previa a un presupuesto de su intervención.

Tras ser examinadas por el comité de selección, y una vez elevado el informe de la Comisión de Privatización, el Ministro de Economía procede a la designación de la empresa auditora. Así, para la privatización de St. Gobain el Ministro escogió a Frinault-Fiduciaire, y al Crédit Commercial de France como banco asesor. Por su parte St. Gobain tenía previamente como consejero a la BNP y a Lazard-frères. Para TF 1 las tareas de asesoramiento y determinación del valor las desempeñaron Shearson Lehman Brothers. Esta entidad, que desde 1984 forma parte del grupo American Express, es el segundo *investment bank* del mundo tras Merrill Lynch. Dos gabinetes se repartían la auditoría de la cadena: el británico Ernst & Whitney (Mentec) y el francés Salustro, Vincent & Gayet, que es el comisario contable de Havas y de Canal Plus. Tanto para las empresas auditoras como para los bancos asesores, las privatizaciones representan un aumento nada despreciable de su volumen de negocios. Así, el gobierno procuró, en parte por ello pero sobre todo para obtener evaluaciones fiables, diversificar su elección. En el caso de Paribas la determinación del valor y la asesoría la realizaba la Compagnie Financière-groupe Edmond de Rothschild y P. O. Banque conjuntamente con Swiss Bank Corporation, mientras que en la Compagnie Financière Paribas (filial de Paribas igualmente a privatizar) era Merrill Lynch. La empresa Helios-Streco-Durando fue la escogida para auditar la contabilidad de Paribas. Respecto de la Société Générale los bancos asesores eran Crédit Commercial de France y el americano Goldman Sacks.

No era infrecuente que estas entidades intentaran ser seleccionadas obteniendo posiciones fácticas ventajosas. Merrill Lynch, que sería

CUADRO NUM. 3. LAS PRIVATIZACIONES: SON POSITIVAS,
PERO AHORA EL GOBIERNO DEBE INTERRUMPIRLAS

<i>¿Con cuál de estas tres afirmaciones está usted más de acuerdo?</i>	<i>Total %</i>
— El gobierno no debería haber puesto en marcha el plan de privatizaciones.	26
— Las privatizaciones comenzadas hace seis meses son positivas, pero el gobierno debería interrumpirlas	33
— El gobierno debe continuar sin interrupción con su plan de privatizaciones.	21
— No sabe/no contesta	20
	100

finalmente escogida como asesor para Paribas, había nombrado previamente miembro de su consejo consultivo al PDG de Paribas, Michel-François Poncet, subrayando que «aportaba su punto de vista acerca del proceso de privatización de las empresas francesas». Además, Merrill Lynch garantizó que si era designada para la colocación en el mercado de las acciones de las empresas privatizadas su remuneración consistiría en lotes de acciones que le serían adjudicados. La entrada del ex inspector de finanzas y director de la ENA Simon Nora en el consejo de Shearson Lehman Brothers responde a idéntica estrategia.

2. La determinación del valor de la empresa

Los informes del banco asesor son trasladados a la Comisión de Privatización, que propone al Ministerio un precio mínimo orientativo.

Pese a la diversificación de la selección de las entidades asesoras, pese a los métodos de determinación del valor recomendados por el legislador conforme a las directrices del Consejo Constitucional, existían dificultades para la fijación del valor de las empresas, en función de los diversos resultados de los análisis financieros. Así, para Paribas, la cifra final variaba bastante, dependiendo de las técnicas o criterios de análisis utilizados, tal y como muestra el cuadro siguiente.

Conviene subrayar que el valor mínimo que finalmente estableció la Comisión fue de 17.500 millones de francos, es decir, 100 millones por debajo de la cifra más baja del cuadro.

En el caso de la CGE la actualización de los dividendos con un PER (*price earning ratio*, esto es, la relación entre la cotización y el beneficio por acción) de 11,5 daba un valor total de la empresa de 20.900 millones de francos, mientras que utilizando el criterio del activo neto reevaluado se obtenía una cifra de 25.600 millones. Y comparando los resultados bursátiles de los competidores internacionales de la CGE (Siemens, Ericsson, Philips, Plessey, Northern Telecom, General Elec-

CUADRO NUM. 4. BENEFICIOS (PERDIDAS) DE LAS 25 MAYORES EMPRESAS PRIVADAS INDUSTRIALES DE EUROPA, DE 1972 A 1983
(EN MILES DE DOLARES)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	Media
BASF.....	128.106	194.144	205.196	152.831	241.176	167.444	210.170	338.040	197.641	162.890	113.099	202.464	192.766
BAT Industries.....	197.775	272.213	275.735	314.041	323.541	357.987	411.061	398.940	323.247	370.903	605.093	475.987	360.543
Bayer.....	118.297	164.866	189.388	128.229	181.364	136.169	203.857	239.376	356.342	224.634	58.901	295.889	191.442
Ciba-Geigy.....	26.745	35.803	159.426	73.953	128.045	175.405	202.716	195.504	182.100	273.152	304.548	369.452	177.237
Daimler-Benz.....	85.993	97.527	100.496	125.768	164.182	211.010	295.054	347.794	605.149	365.212	388.975	404.580	205.978
Dunlop.....	9.153	42.471	19.768	(198)	68.100	ND	22.500	ND	(35.900)	(83.098)	(139.958)	(251.636)	(54.660)
Fiat.....	27.147	450	56	164	80.412	71.225	88.062	49.100	44.400	81.500	ND	ND	
Fied. Krupp.....	(239)	26.275	27.444	(19.223)	10.048	ND	(10.500)	37.200	33.547	(20.858)	ND	(117.952)	
Général d'Electricité.....	31.125	35.832	25.654	25.451	46.723	53.785	56.848	73.255	96.407	74.607	68.475	52.611	53.390
Gutchoffnungshütte.....	8.730	14.198	26.213	22.295	31.241	38.755	41.856	47.453	48.243	44.478	20.023	(34.998)	25.707
Hoechst.....	99.423	176.330	205.196	100.972	188.010	92.969	107.559	141.648	251.605	132.167	106.544	128.987	113.631
Imperial Chemical.....	229.082	449.510	567.953	424.294	442.328	394.476	577.791	880.638	(46.510)	386.983	253.673	573.003	427.768
Maunsmann.....	30.144	38.237	87.182	238.833	109.372	92.940	119.317	79.820	95.932	115.483	108.246	29.903	95.450
Michelin.....	15.425	81.419	17.322	95.164	157.140	123.658	136.976	128.540	65.813	(66.628)	(632.935)	(283.757)	(13.655)
Nestlé.....	170.759	217.783	250.093	309.365	348.922	346.633	416.131	490.865	407.785	492.604	540.216	600.366	382.626
Pechiney-Ugine-Kuhlmann.....	54.202	82.256	154.389	(37.150)	31.994	76.781	57.981	233.124	143.935	ND	(455.283)	(60.771)	23.605
Peugeot-Citroën.....	65.383	72.782	33.262	65.817	287.426	238.700	300.200	254.318	(348.998)	(368.825)	(326.637)	(339.804)	(5.531)
Philips.....	233.427	323.096	273.493	152.190	212.940	258.255	327.117	308.701	165.210	143.682	162.084	226.631	232.235
St. Gobain.....	87.386	138.084	146.386	28.025	98.775	130.766	91.783	154.350	215.310	83.180	39.032	53.135	105.517
Siemens.....	124.694	161.897	189.149	201.275	221.969	272.971	322.021	361.938	332.434	208.157	279.794	(51.083)	218.768
Schneider.....	5.957	7.128	24.967	ND	10.706	9.829	1.044	2.422	(30517)	(63.346)	53.542)	(63.579)	(13.529)
Thomson-Brandt.....	26.136	48.953	34.339	38.316	43.936	42.793	53.152	65.157	72.852	(13.625)	(136.029)	(140.776)	(39.676)
Thyssen.....	15.002	61.240	201.026	99.926	105.499	65.744	61.238	87.262	61.611	(32.341)	(27.449)	(221.491)	39.770
Unilever.....	381.869	423.284	362.807	322.108	517.614	456.789	531.337	920.320	658.820	800.379	659.550	583.614	547.374
Rhône-Poulenc.....	49.073	127.328	179.556	(205.246)	(76.265)	17.094	52.872	186.019	(461.303)	(61.995)	(128.334)	(12.857)	(25.696)

Fuente: Fortune's Annual Directory of Largest Corporations outside the United States e informes anuales de las empresas.

tric) el *broker* Fauchier-Magnat-Dunant des Aulnois llegaba a la cifra final de 22.800 millones de francos (o sea doce veces la estimación del beneficio neto para 1987). Al igual que en el caso de Paribas, la Comisión de Privatización retuvo un valor mínimo orientativo de 18.000 millones, sensiblemente inferior a la cifras resultantes de los demás criterios de valoración.

Por ello no es de extrañar que las determinaciones del valor de las empresas realizadas por la Comisión de Privatización hayan sido muy criticadas. Por ejemplo, la propia composición de la Comisión, cuyos miembros son de avanzada edad y de un origen profesional muy definido (la alta función pública). Su presidente, J. Chardeau, tiene sesenta y nueve años y es consejero de Estado (presidió la sección de finanzas del Consejo hasta el año 1987), miembro del Consejo Nacional de la Función Pública y vicepresidente del Consejo Nacional de Seguros desde 1982. Y los miembros son Roger Goetze, de setenta y tres años, inspector general de finanzas y director general honorífico del Ministerio de Economía y Finanzas; Roger Martin, de setenta y un años, antiguo PDG de St. Gobain y presidente de honor y administrador del *holding* hasta 1982; Michel Vasseur, de sesenta y cuatro años, catedrático de la Sorbona; Pierre Ledoux, de setenta y un años, ex presidente de la BNP y de la patronal bancaria, y C. Merveilleux du Vignaux, de setenta y siete años, presidente de sala del Tribunal de Cuentas desde 1964.

Los valores mínimos orientativos que la Comisión recomendó al Ministro fueron en general sensiblemente inferiores a la primera cotización de la empresa, pese a que el Ministro normalmente fijó los precios algo mayores que los sugeridos por la Comisión. Este fenómeno de «prima de mercado» levantó no pocas críticas: el gobierno fue acusado de consentir una cierta rebaja en el valor global de las empresas para así facilitar la compra de sus acciones por el público. Por ejemplo, a los tres meses de su privatización la cotización de las acciones de St. Gobain, la empresa más rentable para los nuevos accionistas, era un 44,2 por 100 superior a su precio de emisión.

El récord lo tiene SOGENAL, filial de la Société Générale, que cotizaba a 225 francos en la fecha de su retorno a la Bolsa, un 80 por 100 más que su precio inicial de salida. Un cuadro de siete privatizaciones, en julio de 1987 y antes de conocer el resultado de las operaciones de venta de Havas y de la Société Générale, pone de manifiesto la generalización del fenómeno de las «primas de mercado», si bien con una amplitud variable.

No obstante conviene matizar esta observación. En primer lugar muchos títulos de empresas privatizadas volvieron a su cotización inicial tras la bajada generalizada de la Bolsa de París en la primavera de 1987. Y en segundo lugar, si se compara este aumento con el que se

CUADRO NUM. 5. BENEFICIOS (PERDIDAS) DE LAS 25 MAYORES EMPRESAS PUBLICAS INDUSTRIALES DE EUROPA, DE 1972 A 1983
(EN MILES DE DOLARES)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	Media
Aérospatiale.....	363	(98.942)	(76.569)	(113.816)	(129.902)	(91.045)	(19.238)	1.956	28.097	29.343	14.637	(46.903)	(41.835)
Alfa Romeo.....	3.677	3.677	(89.423)	(178.632)	(102.632)	(169.839)	(149.839)	(109.920)	(88.218)	(103.685)	ND	ND	(159.540)
BL (British Leyland).....			(56.318)	(283.359)	61.205	(90.562)	(72.329)	(306.632)	(1.245.316)	(1.007.315)	(512.420)	(229.656)	
British Aerospace.....						51.364	54.786	86.844	266.272	126.920	(40.413)	124.757	95.790
British Shipbuilders.....								(124.573)	(332.102)	(75.460)	(29.193)	(213.718)	(155.003)
British Steel.....	7.369	120.831	170.455	171.867	(541.209)	(164.727)	(797.597)	(600.796)	(3.891.296)	115.483	(963.094)	(1.452.230)	(652.078)
Chargonnages de France...	(52.048)	(8.789)	(2.573)	(138.769)	(158.132)	(46.907)	(40.957)	(18.249)	(50.182)	(49.318)	149.815	(29.215)	65.488
Cockerill.....							(227.625)	(122.423)	(269.582)	(464.989)	(250.432)	(658.907)	(332.326)
Italsider.....	(29.056)	34.038	50.413	(110.654)	(157.609)	(446.619)	(411.236)	(309.730)	(873.700)	(1.510.775)			
National Coal Board.....	(205.338)	(205.338)	(315.777)	0	11.382	47.164	36.696	(37.671)	(343.600)	(135.239)	0	(185.498)	(111.101)
Renault.....	14.800	12.902	7.261	(128.702)	122.870	4.070	2.222	241.520	160.165	(124.916)	(194.796)	(206.769)	(7.447)
Rolls-Royce.....	926	2.323	28.650	65.970	(16.538)	25.503	13.746	(133.475)	(62.789)	(6.080)	(234.429)	(292.565)	(26.359)
Saarbergwerke.....	(17.217)	(36.234)	(10.157)	(2.555)	5.059	12.100	ND	ND	2.704	31.400	(36.281)	(81.067)	(13.224)
Sacilor.....							(249.096)	(358.452)	(469.984)	(531.887)	(541.300)	(710.785)	(476.917)
Salzgitter.....	0	11.009	20.503	6.567	(18.517)	(40.119)	(48.272)	(1.997)	(48.668)	(175.708)	(15.785)	272.863	(3.177)
SEAT.....	15.083	22.869	6.463	1.085	(6.834)	5.387	(135.488)	(224.855)	(287.005)	(219.439)	(215.295)	(249.251)	(107.273)
SEITA.....		9.359		109.278	(1.581)	(32.885)	(67.218)	(55.532)	(47.445)	(22.047)	(18.910)	(14.396)	(14.137)
SNECMA.....	3.792			10.578	22.419	19.333	15.195	15.527	15.240	(24.743)	(4.272)	(7.077)	6.699
Södra Skogsägarna.....				4.049	4.248	(8.732)	(10.450)	(5.960)	(1.537)	ND	ND	ND	
Statsföretag.....	19.025	31.561	16.869	(25.555)	44.682	(145.827)	(113.368)	45.000	29.346	(169.011)	(310.971)	35.060	(45.288)
SWEDYARDS.....						(141.509)	541.485	98.724	(260.212)	(56.913)	111.108	61.961	11.663
Usinor.....									(296.963)	(777.271)	(694.437)	(713.874)	(620.636)
Valmet.....					7.782	1.444	2.898	5.509	18.702	(38.937)	(54.385)	6.984	(6.233)
VIAG.....	10.680	8.971	23.684	(17.170)	16.096)	14.071	(9.606)	25.325	49.290	4.210	2.379	31.684	13.301
VOEST-Alpine.....	2.615	019	9.901	086	17.000	(1.500)	(23.867)	(29.124)	(65.026)	(9.356)	(14.948)	2.062	(0.947)

Fuente: Fortune's Annual Directory of Largest Industrial Corporations outside of United States e informes anuales de las empresas. Cuadro adaptado, como la mayoría en adelante, de NONSEN y WALTERS, *op. cit.*

produjo en Gran Bretaña, se concluye que las diferencias porcentuales no llegaron nunca a las registradas en este último país: ¡141 por 100 para British Telecom y 59 por 100 para British Gas!

Además hay que decir que estas primas se producen habitualmente cuando una empresa cotiza en Bolsa por primera vez. El mercado bursátil de las PYMES es buena muestra de ello (por ejemplo, en 1985 la empresa de *prêt à porter* Alain Manoukian se introdujo en la Bolsa de Lyon y duplicó su cotización inicial).

De todos modos la rentabilidad para los nuevos accionistas es bastante razonable; un importante diario parisino hizo un estudio acerca de las ganancias para una familia de cuatro personas que hubiese comprado acciones de todas las empresas y las hubiese vendido en la cotización más alta. El 6 de julio de 1987 sus beneficios irían de un máximo de 15.198 a una cifra mínima de 4.947 francos de haber vendido en el momento menos favorable.

La rentabilidad de las operaciones de privatización no es tan elevada como sus detractores, que las tildan de especuladoras, pretenden. Al contrario, tal y como demuestra la encuesta de IPSOS para *Le Monde* (vid. *supra* I), las rentas superiores a 20.000 francos mensuales no manifiestan demasiado interés en este tipo de inversión, al preferir otras más rentables.

Sección 2. *Las técnicas financieras de privatización*

Estas técnicas tienen por objeto transmitir la propiedad de las empresas del Estado a los compradores privados, en un proceso exactamente inverso al de las nacionalizaciones. Esta transferencia se puede llevar a cabo utilizando principalmente dos modalidades: la venta por el Estado de sus acciones o la ampliación de capital no suscrita por éste.

La primera presenta un doble interés: suministra a los poderes públicos liquidez inmediata y posibilita la reducción del déficit público (puesto que las adquisiciones de acciones pueden pagarse por los particulares con obligaciones, bonos y demás títulos de deuda pública). Estos pagos en deuda pública son compatibles con los plazos previstos en la Ley de 2 de julio de 1986 y han reducido la deuda del Tesoro Público en 150.000 millones de francos para 65 empresas privatizadas.

Uno de los aspectos dedicados antes de la puesta en marcha del programa de privatizaciones era el de la capacidad de absorción financiera del mercado bursátil de París. A este respecto las previsiones más optimistas resultaron rebasadas, ya que al inicio del otoño de 1987 el Gobierno había logrado colocar en el mercado ocho empresas-matriz de las 26 previstas por la Ley de agosto de 1986 y en total 18 empresas-matriz con sus filiales de las 65 contempladas en el programa: casi

un tercio de las privatizaciones han sido puestas en marcha en el plazo de un año. El montante global de las primeras ventas, en Francia y en el extranjero, es aproximadamente de 52.000 millones de francos. Sin embargo, los ingresos netos para el Estado son inferiores, al restarle a esa cifra casi 6.000 millones de intercambio de títulos de la CGE, 8.400 millones de ampliación de capital de la CGE y la CCF, las comisiones y las minutas —bastante elevadas— de los bancos asesores que se encargaron de la venta de acciones y las prórrogas en el pago que se concedieron a los trabajadores de las empresas privatizadas que compraron acciones de las mismas. El beneficio neto para las arcas públicas fue de casi 33.000 millones de francos, que se dedicaron en dos terceras partes a amortización de deuda pública y el resto a capitalización de empresas públicas.

Estos datos confirman que la venta de las acciones del Estado ha repercutido beneficiosamente sobre la reducción de la deuda pública y no, como acabamos de ver, sobre los recursos propios de las empresas públicas.

La segunda solución, la ampliación de capital, no supone en un primer momento aumento alguno de los ingresos públicos, pero refuerza los recursos propios de las empresas. La mayor operación de ampliación de capital fue la privatización de la CGE, mediante una ampliación de 8.400 millones de francos, es decir la práctica totalidad de las dotaciones en recursos propios del conjunto del programa de privatizaciones en el verano de 1987.

Las técnicas financieras utilizadas por los poderes públicos están previstas en la ley (*vid. supra* III, el marco jurídico de las privatizaciones), y se desarrollan según dos grandes modelos. El primero, bastante frecuente, consiste en la colocación en Bolsa de las acciones de las empresas a privatizar, bien a través de una oferta pública de venta (OPV), de una oferta pública de intercambio (OPI) o de una ampliación de capital, y el segundo se lleva a cabo fuera del mercado bursátil mediante la venta a compradores previamente seleccionados (*cession de gré à gré*) o la compra de la empresa por sus propios trabajadores.

1. *Las técnicas de privatización a través del mercado bursátil*

Los dos métodos para colocar en Bolsa las acciones de las empresas a privatizar son la venta por adjudicación con precio mínimo orientativo y la venta a precio fijo en el marco de una OPV. El primero se ha utilizado sobre todo en Gran Bretaña y el segundo en Francia, y la diferencia entre ambos reside en la determinación del precio de venta. La venta por adjudicación con precio mínimo orientativo deja al juego del mercado la determinación del precio óptimo de venta de las ac-

CUADRO NUM. 6. EJEMPLOS DE PRIVATIZACIONES ILEGALES
LLEVADAS A CABO DESDE 1982

Grupo público vendedor	Comprador	Empresa o actividad vendida	Volumen de negocio (en millones de francos)	Núm. de trabajadores
CGE.....	Leroy Somer (F).	Pequeños motores eléctricos.	270	1.180
CGE.....	Société de diffusion de moteurs de l'o- vest (F).	Sociedad Aman.	142	160
CGE.....	Sopelem (F).	Fondo de inversión de Retel.	11	59
CGE.....	Sofica (F).	Perbanq.	33	132
CGE.....	Inversores españoles.	Actividad comercial de Clavel Birrás.	79	132
CGE.....	Inversores españoles.	OASA.	67	200
Thomson.....	Philips (Hol).	Sector de bombillas.	1.560	5.500
Thomson.....	Willen Opländer (RFA).	Empresa hidroeléctrica.	300	670
Thomson.....	Stettner (RFA).	Fábrica de Montrenil de LCC- CICE.	41	200
Thomson.....	Soremec (F).	Orega C. C.	125	200
Péchiné.....	ICI (GB).	División de colorantes de Pé- chiné.	700	2.300
Péchiné.....	Alumax (USA).	Howmet Aluminium Corpora- tion.	4.600	s. d.
Péchiné.....	INI (Esp.).	Aluminio de Galicia.	1.060	s. d.
Péchiné.....	Vivalp (F).	Manufactura metalúrgica de Tournus.	s. d.	s. d.
Péchiné.....	Union Carbide (USA).	Marca Albal: bobinas y servicios.	260	124
Rhône-Poulenc	Lachappe, S. A. (F).	Fábrica de La Catelle (Aisne).	s. d.	s. d.
St. Gobain.....	GTM Enterpose (F).	Empresa de depósitos subma- rinos (y participación en Doris).	s. d.	s. d.
CdF-Chimie ...	Sachtlesen (RFA).	Producción y comercialización de sales de cloruro de Baryum.	s. d.	s. d.
Matra.....	Machino export (Bul).	Matra Manurhin automatic.	s. d.	250

ciones, y su finalidad es garantizar la maximización de los beneficios de las operaciones de venta. Tras las privatizaciones de Britoil (1982), Cable and Wireless (1983) y de Enterprise Oil (1984), el Gobierno británico habría abandonado este sistema, al constatar una relativa falta de interés de los compradores, desincentivados por unos precios mínimos orientativos demasiado elevados para permitir beneficios inmediatos.

La venta a precio fijo no presenta tal inconveniente: sobre la base de un precio mínimo sugerido por la Comisión de Privatización, el Ministro de Economía y Finanzas establece un precio, que suele ser bastante atractivo. Este proceder asegura el éxito del programa de privatizaciones, pero sin embargo levanta mayores polémicas.

CUADRO NUM. 7

	<i>Miles de millones de francos</i>
— Valor según la cotización de los certificados de amortización en el último trimestre de 1986 (925 F:2).....	21,5
— Valor según el dividendo.....	19,4
— Valor según el activo neto reevaluado.....	19,6
— Valor según la relación cotización/beneficio (PER).....	17,9
— Valor según las participaciones directas.....	17,7
— Valor según la relación cotización/activo neto.....	17,6

Uno. *La oferta pública de venta (OPV)*. Esta técnica bursátil ofrece diversas ventajas, en la medida en que asegura un procedimiento simple, transparente y flexible. La OPV, según hemos visto, implica la determinación de un precio fijo, lo que permite a los compradores conocer con exactitud el precio de compra de las acciones. Y por otra parte todas las operaciones las lleva a cabo centralizadamente un organismo independiente e imparcial, el Colegio Oficial de Agentes de Cambio y Bolsa, garantizándose así la transparencia de las operaciones. Por último este proceder posibilita el ajuste entre el número de acciones disponible y las demandas de éstas y, por tanto, la privatización se desarrolla con una cierta flexibilidad; además se puede dar un tratamiento diferenciado a las órdenes de compra, según sean o no preferentes.

Junto a estas ventajas, el haber recurrido a la OPV se explica por las disposiciones de la Ley de 6 de agosto de 1986, en especial aquellas que obligan al Ministro a fijar un precio no inferior al propuesto por la Comisión de Privatización y a respetar, bajo ciertas condiciones, los derechos preferentes de los ciudadanos franceses o residentes en Francia. La voluntad del gobierno de favorecer al accionariado popular pesó sin duda mucho a la hora de escoger el sistema de la OPV, que parece asegurar una buena difusión de las acciones entre el público y los pequeños ahorradores.

a) *La elección de las modalidades técnicas de la OPV*. En los mercados financieros se emplean habitualmente dos técnicas: la OPV nominativa y la OPV ordinaria. Al predicarse la nominatividad únicamente del proceso y no de la naturaleza de las acciones (que siguen siendo nominativas o al portador), la principal ventaja de la OPV nominativa es que garantiza, gracias a la transparencia de las órdenes de compra, que éstas correspondan a la demanda real y que se respeten las reglas de procedimiento.

Pero teniendo en cuenta la envergadura de las privatizaciones, la OPV nominativa presenta un cierto número de inconvenientes. Se

adapta mal, sobre todo en lo referente a los medios materiales y a los plazos, a los problemas de recogida y tratamiento de las órdenes de compra cuando éstas sobrepasan las 10.000; conlleva gastos muy importantes a causa de las dificultades para reunir los datos de las entidades que han recibido las órdenes; y por último la OPV nominativa pierde parte de su interés si no se utiliza en su recogida un soporte informático uniforme y en consecuencia una parte sustancial de éstas no es tratada centralizadamente.

Ello explica que el sistema finalmente elegido fuese el de la OPV ordinaria, con órdenes de compra preferentes y nominativas: en efecto, las personas físicas francesas o residentes en Francia gozan de un derecho de adquisición preferente de hasta 10 acciones cada una.

b) *Las modalidades de aplicación de la oferta pública de venta.* El Estado informa al público de las condiciones de la operación a través de un anuncio que se publica por el Colegio Oficial de Agentes de Cambio y Bolsa y que es a continuación ampliamente difundido por los medios de comunicación y por los intermediarios financieros (Cajas de Ahorro, Correos-Caja Postal, etc.). De este modo los posibles compradores son informados del número de títulos puestos a la venta, de su precio (tanto bruto como descontados impuestos y comisiones) y de la duración de la OPV (período durante el que se pueden cursar las órdenes de compra). Las órdenes las reciben y tramitan los intermediarios financieros (Correos-Caja Postal, Tesoro Público...) y deben precisar el número de acciones que se demandan al precio único fijado por el gobierno. Estas instituciones las transmiten a su vez al Colegio Oficial de Agentes de Cambio y Bolsa: la recepción centralizada de las órdenes permite conocer con exactitud la cantidad total de acciones que se desea adquirir en relación con la ofrecida por el Estado.

Esta fase de información al público es determinante para el éxito final de la operación, puesto que da a conocer sus características técnicas. Por ejemplo, mediante un anuncio de fecha 19 de enero de 1987, el Colegio Oficial de Agentes de Cambio y Bolsa indicaba las condiciones de privatización de la Compagnie Financière de Paribas; se recordaba que su capital se componía de 34.990.650 acciones (99,99 por 100 de las cuales estaban en manos del Estado) y 11.663.350 certificados de inversión cuyos derechos de voto eran igualmente propiedad del Estado. Las acciones se descomponían en los siguientes grupos:

- 14.772.709 (42,23 por 100) eran objeto de una OPV.
- 3.499.064 (10 por 100) se reservaban con condiciones preferentes a los trabajadores del grupo.
- 6.298.314 (18 por 100) a colocar en los mercados internacionales, pudiendo reducirse este lote en un 10 por 100 en favor de la OPV.

CUADRO NUM. 8

<i>Empresa</i>	<i>Fecha de la venta</i>	<i>Precio de la OPV (francos)</i>	<i>Primera cotización (francos)</i>	<i>Cotización el 26-VI-87 (francos)</i>	<i>Aumento desde la OPV (%)</i>
EM-Aquitaine	12-IX-86	305	320	368	+ 20,6
St. Gobain	14-II-86	310	369	418	+ 34,8
Paribas	19-I-87	405	480	477	+ 17,7
Sogenal.....	9-III-87	125	225	153	+ 22,4
BTP.....	6-IV-87	130	176	148	+ 13,8
BIMP.....	21-IV-87	140	170	180	+ 28,5
CCF.....	27-IV-87	107	125	125	+ 16,8
CGE.....	11-V-87	290	323	328	+ 13,1
Agencia Havas (*).....	25-V-87	500	—	—	—
Société Générale.....	15-VI-87	—	—	—	—
Suez.....	otoño 87	—	—	—	—

(*) Privatización parcial, al igual que la CGCT y Elf-Aquitaine.

Fuente: *Le Monde des Affaires*, suplemento al número 13.179, del 13 de junio de 1987.

— 8.491.062 (24,27 por 100) se venderían a compradores previamente seleccionados a un precio un 10,5 por 100 superior al fijado para la OPV.

El plazo de adquisición de las acciones en la OPV iba del 19 al 31 de enero de 1987, al precio unitario de 405 francos, siendo posible el pago en efectivo o hasta un 50 por 100 en títulos de deuda pública. Podían concurrir todas las personas físicas o jurídicas de nacionalidad francesa o residentes en Francia, constanding de tres tipos de órdenes de compra:

— Las órdenes A, que dan derecho a una acción gratuita por cada diez si se conservan durante dieciocho meses, y que serán atendidas íntegramente si se solicitan hasta 10 acciones y sólo preferentemente si el número llega a 50.

— Las órdenes B, con las que se puede solicitar todo tipo de acciones pero sin adjudicación preferente.

— Las órdenes C, reservadas a las personas jurídicas de nacionalidad francesa, debiendo ser nominativas las solicitudes superiores a 5.000 títulos.

Las órdenes de compra eran irrevocables, y el anuncio del Colegio Oficial de Agentes de Cambio y Bolsa especificaba que los intermediarios financieros deberían cerciorarse de que «los clientes estuviesen en condiciones de hacer efectivo el pago de las acciones», con el fin de evitar las peticiones que excediesen notoriamente de los recursos de los inversores. Del mismo modo se explicitaban las obligaciones de los intermediarios en cuanto a la recogida y tramitación de las órdenes, y las condiciones referentes a la publicación de los resultados, a la notificación de la adjudicación de los lotes de acciones y a su tramitación

y entrega, fijándose para cada una de las fases plazos diferenciados.

Para incentivar la compra de acciones, el Estado se hizo cargo de los gastos y comisiones: la Administración fiscal renunció a los ingresos que le hubieran procurado el IVA y los derechos de timbre. Para St. Gobain el Estado pactó con los bancos la supresión de las comisiones de tramitación de las órdenes y del derecho de retención de las acciones durante dos años a cambio del 2 por 100 del montante global de las transacciones, lo que representa alrededor de 173 millones de francos para el total de los bancos.

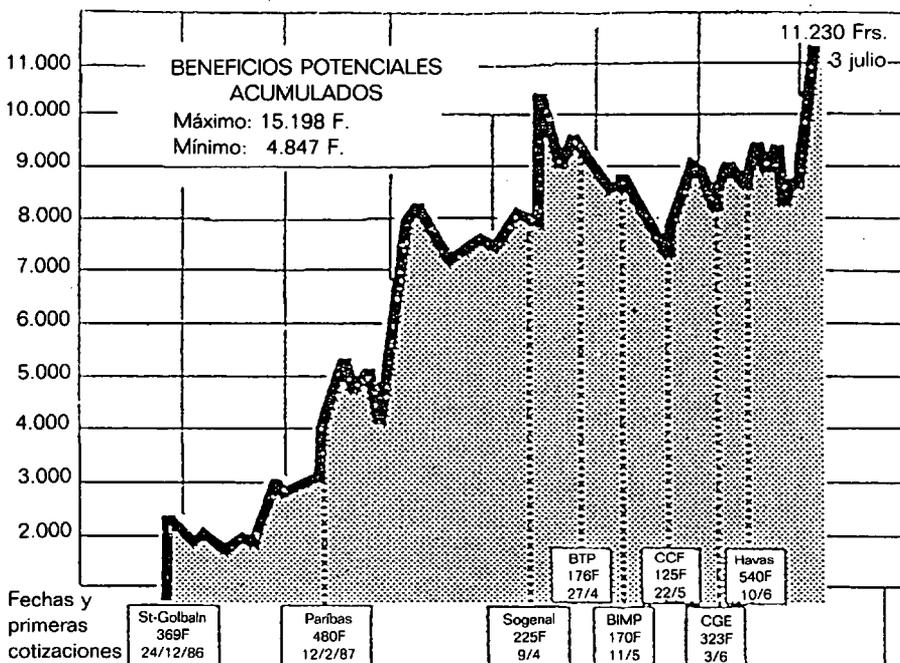
Igual que en Gran Bretaña, la publicidad de las privatizaciones jugó un papel en absoluto desdeñable, pero sin alcanzar el nivel de las operaciones de privatización de British Gas, con un contrato con la empresa norteamericana de publicidad Young & Rubicam por valor de 20 millones de libras que incluía anuncios televisivos con el eslogan «¡y si ves a Sid... dile que hay un negocio excepcional!».

La campaña publicitaria se componía normalmente de dos fases encaminadas a favorecer al pequeño inversor: la primera pretendía divulgar las actividades y las características de la empresa a privatizar, y la segunda persuadir a la opinión pública con vistas a la suscripción de las acciones. Simultáneamente la empresa lanzaba una campaña interna por medio de sondeos, proyecciones de vídeo y hojas informativas, ya que se reservaba el 10 por 100 del capital a los trabajadores. En los procesos de privatización se utilizaron los servicios de empresas de publicidad, por ejemplo, Publicis en el caso de St. Gobain. Sin embargo, como se dijo, las campañas no fueron tan importantes ni tuvieron tanto impacto como en Gran Bretaña. Si en un primer momento se recurrió de modo sistemático a los medios de comunicación, el éxito de las primeras privatizaciones condujo al gobierno a limitar al máximo los efectos de la información al público, sobre todo con ocasión de la privatización de la Banque du Bâtiment et des Travaux Publics (BTP), cuyo plazo de suscripción fue sólo de una semana, y del Crédit Commercial de France, con un plazo de ocho días hábiles. Además, la BTP redujo en dos terceras partes su presupuesto para la campaña que era de 5,5 millones de francos.

Una vez cerrada la operación, el Colegio Oficial de Agentes de Cambio y Bolsa publica los resultados de la OPV y los criterios para la adjudicación de las acciones. Así, el 17 de diciembre de 1986 se conocían el resultado de la OPV en St. Gobain y los criterios porcentuales de adjudicación en relación con las solicitudes. Se habían cursado 1.590.202 órdenes de compra:

- 1.547.044 de tipo A (incentivadas con una acción gratuita por cada diez, en las condiciones ya mencionadas), siendo la mayoría (1.022.275) solicitudes de una a diez acciones.
- 36.032 de tipo B (ni incentivadas ni preferentes).
- 7.126 de tipo C.

CUADRO NUM. 9



Al haberse solicitado un total de 275.194.860 acciones (70.730.920 en órdenes A, 24.031.262 en órdenes B y 180.387.078 en órdenes C), se hubieron de establecer criterios de adjudicación muy selectivos. Sólo fueron atendidas íntegramente las órdenes de uno a diez títulos (9.524.430 acciones), y las órdenes A se atendieron sólo hasta 15 acciones por persona, absorbiendo 17.188.055 títulos, los que obligó a adjudicar las acciones de las órdenes B y C sólo a un 1,45 por 100 de las peticiones de este tipo (349.380 y 2.622.565 acciones respectivamente). El 19 de diciembre se determinaban las condiciones de adjudicación de las acciones reservadas a los trabajadores de la empresa, cuya demanda era asimismo muy superior a las previsiones.

El éxito de las privatizaciones obligó al gobierno a modificar los criterios de adjudicación de títulos, contemplándose su sorteo o su atribución fraccionada. De este modo, el valor nominal de las acciones de la BTP se dividió por cuatro.

Formalizada la venta en escritura pública, las acciones de las empresas privatizadas se inscriben en un registro de titulares a nombre de la persona física que concurrió a la OPV: desde ese momento los

propietarios de las acciones pueden negociarlas en Bolsa, salvo que hayan sido bloqueadas temporalmente.

Dos. *La oferta pública de intercambio (OPI)*. La OPI es otra técnica de privatización consistente en intercambiar certificados de inversión, títulos de participación y bonos de las empresas a privatizar por acciones de las mismas empresas. Recogiendo disposiciones anteriores (véase *Chronique des entreprises publiques*, RFAP, París), la Ley Dolors de 3 de enero de 1983 había autorizado a las empresas nacionalizadas a emitir títulos de participación, certificados de inversión y bonos con el fin de facilitar la renovación de sus recursos propios y de hacer frente a las dificultades financieras del Estado-accionista. La principal característica de estos títulos es que no dan derecho de voto en la Asamblea General, pero a cambio tienen preferencia a la hora de la distribución del dividendo.

Con una buena rentabilidad y una cierta garantía de estabilidad, estos títulos gozaron de inmediata aceptación, llegando a representar del 10 al 25 por 100 del capital de las empresas emisoras (St-Gobain, Rhône-Poulenc, Péchiney) y un montante global de 20.000 millones de francos.

Mucho antes del cambio de Gobierno los defensores de las privatizaciones habían anunciado claramente que propondrían a los propietarios de estos títulos su conversión en acciones a través de una operación generalizada de intercambio. Con respecto a los certificados de inversión, su transformación en acciones resulta bastante fácil, ya que en la práctica no son sino acciones sin voto, y además el legislador había previsto anteriormente (art. 13-6 de la Ley de 14 de diciembre de 1985) que si el Estado era titular de certificados de voto y compraba certificados de inversión, el resultado no eran sino acciones ordinarias. El caso de los títulos de participación es distinto, puesto que se asemejan más a las obligaciones (de hecho reciben el mismo tratamiento fiscal). Al estar indexados sobre el volumen de negocio, estos títulos carecen del carácter especulativo de las acciones: la estabilidad de su cotización es buena muestra de ello. Se hubiese podido temer que sus propietarios, apegados a esta garantía de estabilidad, no quisiesen cambiarlos por acciones con beneficio más aleatorio. Pero este temor fue rápidamente desmentido por las primeras OPI: para la privatización de la Compagnie Financière de Paribas los certificados de inversión fueron objeto de una OPI a cambio de acciones, mediante su unificación con el derecho de voto que hasta entonces poseía el Estado.

El intercambio, sin embargo, comportaba dificultades. En primer lugar respecto de la determinación del valor de los certificados de inversión, ya que los de Paribas, emitidos en marzo de 1986 por un total de 3.600 millones de francos, eran preferentes y los de St-Gobain no

lo eran. Daban derecho a un dividendo preferente y acumulativo equivalente al 15 por 100 del valor nominal y a un dividendo complementario, debiendo la suma de ambos ser igual a dos tercios del resultado neto del ejercicio de 1986 para cada título. Y, en cualquier caso, tal dividendo debía equivaler al de las acciones ordinarias. Y en segundo lugar se planteaba el problema de la determinación del valor del derecho al voto. La especulación a que estaban sometidos estos títulos desde el anuncio de la privatización complicaba bastante la cuestión. Emitidos en marzo de 1986 a 625 francos, cotizaban a 940 en diciembre, y tras alcanzar un máximo de 1.092 se estabilizaban en 945 francos con 60.000 títulos intercambiados. El Ministro de Economía, temiendo la reacción de los inversores más modestos si la cotización caía, lanzaba un llamamiento a los operadores bursátiles. Finalmente se procedía a la OPI en condiciones paritarias (una acción a cambio de un certificado de inversión), lo que supone un valor extraordinariamente alto del derecho de voto si se tiene en cuenta un estudio del Banco Worms que lo establece, en el caso de las acciones con dividendo preferente (similares a los certificados de inversión), en un 22 por 100 de la cotización de las acciones ordinarias (15).

Para la privatización de la Compagnie Générale d'Electricité (CGE), la OPI tenía por objeto convertir en acciones 2,1 millones de títulos participativos emitidos por la empresa entre 1983 y 1985, sobre la base de un título a cambio de 10 acciones. La emisión representó un montante de 2.500 millones de francos sobre unos recursos propios de 7.400 millones, y resultó bastante gravosa para la empresa en la medida en que los títulos estaban parcialmente indexados sobre su margen bruto de autofinanciación. Estos se hallaban en su mayoría en manos de inversores institucionales (un 65 por 100 eran propiedad de la UAP, la BNP y el Crédit Agricole), muchos de los cuales deseaban permanecer en el capital de la empresa privatizada y reforzar así su núcleo estable. El intercambio les resultaba rentable: al cotizar los títulos a 2.010 francos inmediatamente antes del comienzo de la privatización, siendo la permuta de un título por cada 10 acciones, y el valor de lanzamiento de la acción habiéndose establecido en 254 francos, el precio de 10 acciones era de 2.540 francos y, por tanto, cada intercambio de título por acciones suponía 470 francos de beneficio (o, lo que es lo mismo, el precio de restitución del derecho de voto era de 470 francos).

Tres. *La ampliación de capital.* La Ley de 6 de agosto de 1986 relativa a las modalidades de privatización contempla el paso de las empresas a manos privadas mediante una ampliación de capital. Esta téc-

(15) H. P. VANEL, «Paribas: coup de froid à la spéculation», *Les Echos*, 18 de diciembre de 1986.

CUADRO NUM. 10. LOS «NUCLEOS ESTABLES»

	<i>Porcentaje</i>
PARIBAS	
Total-Compagnie française des pétroles.....	3,0
Union des assurances de Paris.....	3,0
Assurances générales de France.....	2,0
Groupe Axa	2,0
Paror (L'Oréal)	1,0
Caissa nationale de prévoyance.....	0,6
Compagnie financière SGTE (Schneider)	0,6
Compagnie générale des eaux.....	0,6
Compagnie de navigation mixte	0,6
Frandev.....	0,6
Groupe des assurances nationales (GAN).....	0,6
Groupe Bruxelles-Lambert France S. A.	0,6
Gener Comit Gestion Spa.....	0,6
GMF Vie.....	0,6
Groupe des populaires d'assurance.....	0,6
Kuwait Investment Authority	0,6
Sumitomo Life Insurance Company.....	0,6
Total.....	18,2

(Precio global: 2,5 por 100 superior al de la OPV).

BTP

Fédération nationale du bâtiment (FNB).....	
Caisse nationale de surcompensation du bâtiment et des travaux publics.....	20,5
Société mutuelle d'assurance du bâtiment et des travaux publics.....	
Société mutuelle d'assurance sur la vie du bâtiment et des travaux publics.....	
Fédération nationale des travaux publics (FNTP).....	
Syndicat professionnel des entrepreneurs de travaux publics de France et d'ou- tre-mer.....	11,5
Caisse nationale des entrepreneurs de travaux publics de France et d'outre-mer....	
Crédit commercial de France	
Banque Herveet	8,0
Comptoir des entrepreneurs	
Comptoir central de matériel d'entreprise	
Crédit foncier de France.....	5,5
Crédit lyonnais	5,5
Total.....	61,0

(Precio global: 10 por 100 superior al de la OPV).

	<i>Porcentaje</i>
CCF	
Compagnie électro-financière.....	4,5
Lafarge-Coppée.....	3,9
Groupe mutuelle générale française (MGF accidents et vie).....	3,8
Société mutuelle d'assurance du bâtiment et des travaux publics.....	3,8
Mutuelles unies assurances (groupe AXA).....	3,0
Rhône-Poulenc S. A. at COFIC.....	3,0
Thomson-CSF.....	3,0
S. A. des Galeries Lafayette et Monoprix.....	2,5
Kredietbank S. A. (Luxembourg et Belgique).....	2,5
Total.....	30,0

(Precio global: 4 por 100 superior al de la OPV).

BIMP	
SPIKA (Michelin).....	10,0
Cantrade, Ormond, Burrus participations S. A.....	10,0
Société de participations dans les entreprises régionales en expansion (Siparex).....	7,0
Mutuelle générale française accidents.....	6,5
Mutuelle générale française vie.....	6,5
Union pour l'indépendance des banques privées (Uni-BP).....	5,0
Siparex participations (filiale Siparex).....	2,0
Compagnie de participations en capital risque Paris et Ile-de-France (Coparis).....	2,0
Caisse interprofessionnelle de prévoyance des cadres.....	2,0
Total.....	51,0

(Precio global: 45 por 100 superior al de la OPV).

HAVAS	
Société générale.....	4,0
Lyonnais des eaux.....	4,0
Paribas.....	4,0
Société de participations mobilières.....	3,0
Caisse nationale de crédit agricole.....	2,5
Société générale de Belgique.....	2,5
Total.....	20,0

(Precio global: 8 por 100 superior al de la OPV).

Fuente: Le Monde de l'Economie, octubre de 1987.

nica consiste en una doble operación: se procede a una ampliación de capital y se renuncia por parte del Estado a su derecho de adquisición preferente. Así el capital se reparte entre un mayor número de accionistas y la participación del Estado se diluye, dejando de ser mayoritaria. Sin embargo, en ciertos casos el Estado participa en la ampliación para de esta forma aumentar el número de acciones que va a ofertar al público, reforzando al mismo tiempo los recursos propios de la empresa. La privatización de la Société Générale Alsacienne de Banque (SOGENAL) es buen ejemplo de ello. Filial de la Société Générale en un 53 por 100 de su capital, la OPV debía efectuarse sobre el 47 por 100 de las acciones de propiedad pública. Al estar el capital compuesto de 1.315.000 acciones, de un valor nominal de 200 francos (a causa del éxito de las privatizaciones), la oferta corría el riesgo de ser insuficiente. Ante ello, una ampliación de capital que suscribieron la Société Générale (que más tarde sería privatizada) y el Estado permitió aumentar el número de acciones ofertadas hasta un número de 6.400.000 a 50 francos cada una (división por cuatro), con lo que el Estado era titular de algo más de tres millones de acciones que colocaría en el mercado financiero mediante una OPV.

Pero en la mayoría de los casos el Estado no suscribía íntegramente la ampliación y en general se complementaba con otras técnicas de privatización como la OPV. Este procedimiento se empleó para privatizar la Compagnie Générale d'Electricité (CGE). Se diferenciaron dentro del capital tres lotes similares:

— La venta de acciones del Estado (20,6 millones), que supuso unos ingresos para el Tesoro Público de cerca de seis millones de francos.

— La ampliación de capital (21,7 millones de acciones), o sea 6.300 millones de francos para la empresa.

— La conversión de títulos de participación (21 millones de acciones).

A estas tres partes se han de añadir 3,6 millones de acciones en manos de los bancos antiguos accionistas del disuelto *holding* Société Financière de Participations Industrielles (SFPI), así como cuatro millones que el Estado se reservó para adjudicarlas gratuitamente. De modo que se trató de la mayor ampliación de capital jamás realizada por un grupo empresarial francés antes de la emisión de 5.300 millones de certificados de inversión por la BNP.

Aunque no se trate de una privatización propiamente dicha, la empresa Rhône-Poulenc llevó a cabo una ampliación de capital que, al implicar la disminución relativa de la parte del Estado en el capital, provocó que se aplicase el procedimiento de privatización previsto en la Ley de 6 de agosto de 1986. Así, la operación fue sometida a la Co-

misión de Privatización, fijándose un valor mínimo para la empresa de 12.000 millones de francos e imponiéndose determinadas condiciones y técnicas de lanzamiento al mercado. La ampliación se realizó emitiendo un lote de certificados de inversión preferentes por una cifra que suponía el 25 por 100 del capital, y su resultado fue la puesta en circulación en el mercado de ocho millones de nuevos títulos por un valor total de 2.500 millones de francos. De estos certificados, 10 por 100 se reservaron a los trabajadores, un millón y medio se vendieron en el mercado norteamericano y cuatro millones en la Bolsa de París por medio de una OPV de los derechos de adquisición preferente del Estado. A pesar de esta operación, la empresa Rhône-Poulenc no ha sido aún transferida al sector privado, pero se ha preparado y facilitado su privatización.

2. *Las técnicas financieras de privatización fuera del mercado*

Los poderes públicos han utilizado básicamente dos técnicas de privatización fuera del mercado: la venta a compradores previamente seleccionados (*cession de gré à gré*) y la compra de la empresa por los trabajadores. Aquélla tiene por objeto garantizar la presencia de «núcleos estables» de accionistas en el capital de la empresa, mientras que ésta, tomando como modelo las experiencias británicas y norteamericanas, pretende rediseñar las relaciones entre el capital y el trabajo con ocasión de las privatizaciones.

Uno. *Las ventas a compradores previamente seleccionados.* Esta técnica de privatización consiste en vender acciones de una empresa pública, a un precio determinado y hasta un porcentaje variable del capital social, a compradores que el gobierno ha seleccionado con anterioridad. Prevista en el artículo 4.2 de la Ley de 6 de agosto de 1986, sus modalidades fueron precisadas por un decreto de 24 de octubre del mismo año.

Las dos versiones de la venta a compradores previamente seleccionados son la venta total y la venta parcial. En la mayoría de los casos se procedió a la venta parcial: por ejemplo, en las privatizaciones de la Compagnie Financière de Paribas, de TF 1, de la BTP, de la agencia Havas y de la Societé Générale. La venta total se utilizó para transferir al sector privado la Compagnie Générale des Constructions Téléphoniques (CGCT). Si en ambos casos el procedimiento es el mismo, la elección de uno u otro sistema responde a criterios distintos. En la venta parcial lo que persigue el Estado es asegurar la estabilidad de parte del accionariado, que controlaría de hecho la empresa. Bautizado como grupo estable de accionistas, núcleo estable o incluso nú-

cleo duro, su función es la de evitar sorpresas en lo referente al control de la empresa, sobre todo en caso de venta de acciones por pequeños accionistas. Sin embargo, la operación se completa con una OPV a realizar ulteriormente.

En la venta total, en cambio, la elección del único comprador es aún más determinante para el futuro de la empresa. Por ello se tiene en cuenta la estrategia industrial de la empresa a privatizar y se analizan las aptitudes humanas y financieras y las perspectivas de expansión de los candidatos a la compra, todo ello en función del mercado sobre el que opera la empresa que se quiere vender. Asimismo pueden considerarse factores de relaciones económicas internacionales, como en el caso de la CGCT.

a) *El procedimiento de la venta a compradores previamente seleccionados.* Este procedimiento, el mismo en los dos grandes supuestos, se compone de una fase de auditoría y de determinación del valor de la empresa que no se diferencia de las demás técnicas de privatización. Tras el informe de la Comisión de Privatización, el Ministerio de Economía da comienzo a la venta, total o parcial, de la empresa. En caso de venta parcial, se fija el porcentaje del capital que será objeto de la transacción, y que no supone sino un tope máximo susceptible de ser modificado cuando se examinen las ofertas de compra; en general esta cifra suele oscilar entre el 20 y el 30 por 100, salvo en el caso de TF 1, que fue del 50 por 100.

Para la privatización de la Compagnie Financière de Suez, el Ministerio de Economía y Finanzas publicó un anuncio en la prensa especializada el día 21 de agosto de 1987 autorizando la constitución de un núcleo estable de accionistas que dispondría de hasta el 30 por 100 del capital. Los diversos candidatos podían, en el plazo de un mes, comprar lotes de acciones de entre el 0,5 y el 5 por 100 del total del capital. Las características económico-financieras de cada una de estas ventas estaban contempladas en unos pliegos de condiciones disponibles en la Dirección del Tesoro Público. En ellos se preveía en general un precio de las acciones algo superior al de la OPV: esta diferencia era muy variable, ya que para la Compagnie Financière de Suez y la Société Générale fue del 5 por 100 (en este último caso con la prohibición añadida de vender las acciones en dos años), mientras que la privatización de Havas se realizó con condiciones más gravosas, ya que la diferencia fue del 10 por 100 (el precio de la acción en la OPV era de 500 francos, y en la venta a compradores previamente seleccionados de 550). Algunos de los pliegos de condiciones establecen la posibilidad de que el precio de venta varíe en función del número de acciones adquiridas.

La segunda parte del documento fija las reglas referentes a las ofertas de compra. Los candidatos deben formular sus propuestas y con-

testar a un cuestionario adjunto en el que exponen sus planes para la evolución de la empresa a medio plazo. Y la tercera parte del pliego tiene por objeto la elección de los compradores: se establece un procedimiento de preselección de candidatos, los cuales, una vez informados del precio y de las condiciones de la operación, pueden confirmar o retirar sus ofertas. La elección definitiva del Ministro se lleva a cabo ponderando la cuantía de las ofertas, la solvencia y las garantías de los candidatos, así como sus respuestas a los cuestionarios. Los pliegos, además, prevén las condiciones del pago, la inalienabilidad de las acciones, y el régimen jurídico y la jurisdicción competente para la resolución de los posibles litigios a que dé lugar la operación.

b) *La praxis de las ventas a compradores previamente seleccionados.* Su aspecto más interesante es el de la elección de los compradores que compondrán el núcleo estable (o del nuevo propietario en caso de venta total).

La primera selección de un grupo estable de accionistas se realizó con ocasión de la privatización de Paribas. Así como para St. Gobain se buscó la máxima difusión de las acciones, para Paribas se pretendía constituir una base o núcleo de accionistas estable con el fin de evitar la atomización del capital. De modo que, además del 10 por 100 reservado al personal de la empresa y del 20 por 100 para el mercado internacional, se destinaba un 20 por 100 de las acciones a la venta directa a grandes inversores franceses, cuya determinación se llevaría a cabo mediante un procedimiento público transparente. Cada candidato depositaba su oferta, que podía tener por objeto una cantidad de acciones de entre el 1 y el 4 por 100 del capital, en la Dirección del Tesoro Público, y serían seleccionadas por el Ministro de Economía. Los candidatos se comprometían a conservar al menos el 80 por 100 de las acciones durante dos años y a respetar el derecho de adquisición preferente que tendría Paribas. La publicación de la lista definitiva de compradores evidenció la tendencia del gobierno a formar los núcleos estables recurriendo a los inversores habituales (bancos, compañías de seguros) y a los antiguos accionistas.

Este último fenómeno se produjo de un modo particularmente claro en los casos de la SOGENAL y de la BTP. Para la SOGENAL la creación del núcleo estable se produjo en torno a grandes grupos del sector de la construcción: 20,5 por 100 de las acciones fue para la Fédération Nationale du Bâtiment y sus mutualidades y patronatos, 8 por 100 para un grupo formado por CCME, CCF, Comptoir des Entrepreneurs y Banque Hervet, y dos lotes del 5,5 por 100 para Crédit Lyonnais y Crédit Foncier de France.

En otros casos la formación del núcleo estable se llevó a cabo seleccionando antiguos accionistas de la empresa que habían dejado de

serlo tras su nacionalización, lo que hacía que la operación pareciera una restitución. El caso más evidente fue el de la privatización de la Banque Industrielle et Mobilère Privée. Se planteaban bastantes problemas, ya que al menos seis ofertas pretendían hacerse con el 51 por 100 del capital; entre los candidatos figuraba Michelin (conjuntamente con Mutuelles du Mans, que dirige J. C. Jolain, un antiguo colaborador del Primer Ministro), un grupo dirigido por G. Pébereau y asociado con L'Oreal y con Carrefour, y un tercero que encabezaba Ambroise Roux. La delicada selección de las ofertas retrasó en más de una semana la decisión, y finalmente el Ministro optó por un grupo de empresas próximas a Michelin y que habían sido accionistas de la entidad antes de su nacionalización: Mutuelles Générales de France (13 por 100), Siparex (11 por 100), Michelin (10 por 100), y el banco suizo Cantrade Ormon Burrus (10 por 100), UNI-BP (5 por 100) y Caisse Interprofessionnelle de Prévoyance des Cadres (2 por 100).

Sin embargo, para la privatización del Crédit Commercial de France el núcleo estable (30 por 100 del capital) se constituyó sobre la base de clientes importantes y de antiguos socios del banco: CGE (4,5 por 100), Lafarge-Coppée (3,9 por 100), Mutuelles Générales de France (3,8 por 100), Mutuelle du BTP (3,8 por 100), Rhône-Poulenc (3 por 100), Thomson (3 por 100), Mutuelles Unies-Groupe Axa (3 por 100), Galeries Lafayette (2,5 por 100), Kreditbank-Luxembourg (2,5 por 100).

La selección de compradores puso en ocasiones de manifiesto la existencia de vínculos personales. Así, en la venta del 20 por 100 del capital de la agencia Havas habían presentado candidaturas la Compagnie Générale des Eaux, la Lyonnaise des Eaux, grupos financieros como la Société Générale, Paribas, la Société Générale de Belgique, Victoire, bancos como el Crédit Commercial de France o el Crédit Agricole, grandes industrias (Perrier, Matra, L'Oreal), la Caisse de Retraite d'Andorre y el grupo Ouest-France. El núcleo estable retenido por el Ministro fue el siguiente: Lyonnaise des Eaux, Société Générale y Paribas, cada uno con 4 por 100, Société des Participations Mobilières con 3 por 100 y Caisse Nationale de Crédit Agricole y Société Générale de Belgique con un 2,5 por 100 cada una, habiendo sido probablemente determinante para ello las relaciones de Jeôme Monod, presidente de Lyonnaise des Eaux y antiguo Secretario General del RPR, con los medios políticos.

Por último, la configuración final del núcleo estable revela en algunos casos la voluntad del Ministro de diversificar su composición. En la privatización de la Société Générale el núcleo lo formaban 19 inversores que poseían el 26,5 por 100 del capital (11 millones de acciones), sin que cada paquete de acciones excediese del 2 por 100. En él se incluían, entre otros, industriales como Rhône-Poulenc, la CGE

y la Compagnie Générale des Eaux, inversores institucionales (compañías de seguros: AGF, GAN, UAP), y fondos de inversiones como los de M. Moussa (ex presidente de Paribas) o de G. Pébereau (ex presidente de la CGE), Marceau-Investissement.

La elección del comprador en el caso de venta total plantea importantes dificultades, en la medida en que supone un auténtico arbitraje entre estrategias industriales con repercusiones en los intereses de grupos internacionales. El Ministro de Economía debía, pues, decidir en un contexto de presiones internacionales que no facilita en absoluto su labor, tal y como demuestra el ejemplo de la operación de privatización de la Compagnie Générale des Constructions Téléphoniques (CGCT).

La primera cuestión delicada era de índole estratégica: ¿cuál iba a ser la solución más conveniente para una empresa especializada en la construcción de centrales telefónicas y que cubre el 16 por 100 del mercado, en relación con su competidora Alcatel (filial de la CGE, que produce el 84 por 100 restante)? ¿Se optaría por perjudicar los intentos de reestructuración de la CGE, susceptibles de dar a Francia uno de los líderes mundiales del sector?

Otros problemas, ya referidos específicamente al futuro de la empresa en sí misma, tenían que ver con la estrategia industrial internacional: la posible apertura del mercado nacional a una empresa extranjera a cambio de perspectivas en el mercado de su país de origen y de aportaciones tecnológicas y financieras, que fue exactamente lo sucedido en el caso de la venta de la CGCT.

Entre las candidaturas estaba la de Jeumont-Schneider (80 por 100) asociada a la firma alemana Siemens (20 por 100), ofreciendo una respuesta europea de cooperación en el sector telefónico. Siemens proponía la contrapartida industrial más sólida, comprometiéndose a continuar la producción de vídeos y de descodificadores televisivos de la CGCT, así como a encargar a ésta la fabricación en Francia de sus productos y materiales; los derechos y las patentes del sector específico de las telecomunicaciones serían para Jeumont-Schneider.

Por su parte la oferta de Matra consistía en una combinación en la que dispondría del 49,9 por 100 de las acciones, estando el 0,2 por 100 en manos de inversores afines y quedando, por tanto, asegurada su mayoría en el capital. El resto de las acciones se lo repartirían Ericsson en un 20 por 100 (empresa sueca implantada desde hacía muchos años en el mercado francés) y Bouygues en un 29,9 por 100, respaldado por Suez. Esta oferta de hecho podía entenderse como una restitución a Matra de su posición anterior a las nacionalizaciones de 1981 y como el restablecimiento de la presencia tradicional de Ericsson en el mercado francés.

También se presentaban otras ofertas interesantes: ATT-Philips asociada con SAT, Northern-Telecom e Italtel-Plassey. La empresa ca-

nadiense Northern-Telecom ofrecía contrapartidas industriales ventajosas: hacer de Francia su *partner* europeo en las telecomunicaciones, garantizar un nivel de exportaciones de 2.200 millones de francos en cinco años, invertir 1.800 millones de francos durante el mismo período en cinco series de productos y realizar pruebas para la instalación del *minitel* en el Québec.

En este contexto iban a surgir muy pronto presiones internacionales. El ex Ministro de Economía y actual Presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, se mostraba firme partidario de la opción Siemens, afirmando que el futuro de la Europa de las telecomunicaciones estaba en juego (*Le Monde*, 15-16 de marzo de 1987). Como se ha subrayado, el Gobierno estaba ante un serio dilema, ya que la creación de un gran grupo industrial europeo podía perjudicar la posición de la CGE, número dos mundial de las telecomunicaciones, líder en los sectores del cable y de la electrónica ferroviaria y una de las grandes empresas de la energía nuclear. Los Estados Unidos otorgaban gran importancia a la apertura del mercado europeo de los teléfonos, y así varios miembros de la Administración Reagan presionaron a las autoridades francesas en favor de la oferta de la American Telephone and Telecommunications. Los alemanes hacían otro tanto para Siemens, inquietos ante la hegemonía que había adquirido la CGE en el sector telefónico tras la compra de algunas filiales de la ITT (entre ellas Standard Electric Lorentz, filial alemana de la ITT que copaba un tercio del mercado del teléfono en la República Federal de Alemania). La elección de Siemens se presentaba muy poco probable, ya que la CGE corría el riesgo de perder un mercado de 200 millones de dólares, mientras que la opción AT&T podía provocar el que los alemanes obstaculizasen el desarrollo de la filial alemana de la CGE.

En esta *impasse* surge la posibilidad de decantarse por una tercera oferta; la propuesta de Matra-Ericsson no dejaba de tener muchas ventajas. Ericsson había estado presente en el mercado francés durante setenta años, hasta que en 1976 fue vendida a Thomson-CSF, y está implantada en varios países europeos. Además, se ofrecía el desarrollo conjunto del futuro radio-teléfono europeo, que podía representar un mercado de 150.000 millones de francos a partir de 1992 (F. Vaysse, *Le Monde*, 24 de abril de 1987).

El 23 de abril de 1987 el Ministro de Economía y Finanzas anunciaba que la CGCT sería vendida a la empresa sueca Ericsson y a sus socios franceses encabezados por Matra. La decisión había sido tomada en el Consejo de Ministros del día 21 mediante el arbitraje del Primer Ministro. La operación permitía además la reunificación de la CGCT, cuyo sector de comunicaciones privadas había sido adquirido por Matra en 1985.

Dos. *La compra de la empresa por los trabajadores.* Inspirada en la técnica anglosajona del *leverage management buy out* (LMBO), la compra de la empresa por los trabajadores está prevista en diversas leyes: la de 9 de julio de 1984 sobre desarrollo de actividades económicas pretende incentivarla en lo referente a empresas industriales y comerciales que estén sometidas al impuesto de sociedades (las explotaciones agrícolas o las profesionales liberales o autónomas quedan, por tanto, excluidas del ámbito de aplicación de la ley).

El procedimiento se compone de tres fases: en primer lugar se crea un *holding* en el que los trabajadores o empleados interesados en la compra de la empresa deben detentar la mayoría de los derechos de voto. El resto del capital es generalmente adquirido por bancos o grupos financieros que apoyan la iniciativa de los trabajadores. Una segunda fase sería la compra de la empresa por el *holding* (al menos en un 51 por 100 de las acciones). La compra se efectúa normalmente con la ayuda de un crédito que suscribe el *holding* y avalado por los bancos que participan en él. Y la última fase consiste en la devolución del préstamo mediante los dividendos que el *holding* obtiene de las acciones de la empresa.

El legislador ha acompañado estas previsiones de algunas ventajas fiscales. La empresa comprada por los trabajadores se beneficia de un crédito de impuesto equivalente, bajo ciertas condiciones, a la suma pagada a Hacienda en concepto de impuesto de sociedades en el último ejercicio fiscal. Los trabajadores compradores de acciones de su propia empresa pueden igualmente desgravar los intereses del préstamo. Tampoco se somete a tributación el impuesto sobre las plusvalías producidas por aportaciones al *holding*, del mismo modo que las aportaciones mobiliarias y la adquisición de participaciones sociales quedan exentas del impuesto de transmisiones patrimoniales. Por último, las opciones de compra de acciones pueden efectuarse con un descuento del 10 por 100 sobre su cotización en Bolsa.

La concesión de estas ventajas fiscales está supeditada a que el Ministro de Economía dé el visto bueno a la operación de compra, quien dispone de un plazo de reflexión de dos meses y no dará su aprobación si no se cumplen determinadas condiciones (que el propio Ministerio estableció en una carta a la Asociación Francesa de Entidades de Crédito de fecha 10 de mayo de 1985). Una de ellas exigía que la compra se realizase por diversos trabajadores y empleados y no por un único grupo, y otra que todos los compradores tuviesen una cierta antigüedad en la empresa.

Un proyecto de ley de reforma de la Ley de 9 de julio de 1984 prevé la supresión de la autorización ministerial, la reducción de los beneficios fiscales del *holding* y, sobre todo, la apertura del procedimiento a todos los trabajadores, incluidos aquellos que no tengan antigüe-

dad, así como cuadros y asalariados no pertenecientes anteriormente a la empresa.

El sistema de compra de la empresa por los trabajadores ha tenido gran éxito en Gran Bretaña. El caso más famoso es el de la compra en 1982 de la National Freight Consortium, la mayor empresa de transporte por carretera de Europa, junto con la operación Redhead: tras la promulgación del British Shipbuilding Bill en 1982, que autorizaba al Gobierno a privatizar astilleros y empresas navales, una de éstas, Redhead, iba a ser cerrada. Comprada al precio de 200.000 libras por 80 empleados (en parte gracias a sus indemnizaciones de despido), la empresa reabría sus puertas en octubre de 1983 y contrataba nuevos trabajadores en enero de 1984 gracias a sus inmediatos beneficios.

En Francia se han dado tan sólo dos casos en el sector público. Uno de ellos fracasó: el proyecto de compra de TF 1 por un grupo de ejecutivos y periodistas, que no llegó a fructificar por falta de acuerdo con los trabajadores. Pero un 75 por 100 de éstos se mostraba interesado, y los promotores del proyecto estimaban en 1.500 millones de francos la suma que podía haber reunido el *holding* para adquirir la empresa.

El segundo supuesto sí se llevó a cabo. Se trataba del Institut de Developpement Industriel (IDI), creado en 1970 por iniciativa pública para desarrollar en Francia el capital-riesgo. El hecho de que actualmente existan 157 sociedades similares explica por sí mismo la decisión de privatizarlo. La Comisión de Privatización había establecido su precio en 1.600 millones de francos, lo que hacía inviable su compra por los empleados, que únicamente disponían de 15 millones. Ante ello, el Crédit National, accionista del IDI (8 por 100), pretendía hacerse con su control para ampliar su implantación en el sector de la intervención en recursos propios. Finalmente los ejecutivos y empleados del IDI lograron el apoyo de la Banque Rothschild y asociados, de la Générale Occidentale, de Marceau-Investissements (creada por G. Pébereau), de la UAP, de EDF y de Euris (fondo de inversiones creado por J. C. Naouri y J. Mayoeux) y propusieron una solución en la que estos seis socios tendrían el 50 por 100 de la Financière IDI, que a su vez controlaría el Instituto. El Ministerio de Economía autorizó la operación, que constituye la primera experiencia francesa de compra de una empresa por parte de sus empleados (cuadros y trabajadores) en el marco y con ocasión de una privatización.

Traducción: Miguel BELTRÁN DE FELIPE

