



LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE À L'EST : VERS UN MODÈLE DE CONTRÔLE CENTRE-EUROPÉEN ?

WŁADIMIR ANDREFF *

Quatorze ans après le début de la transition économique post-socialiste, les structures de gouvernement d'entreprise sont aujourd'hui très diverses dans les pays d'Europe Centrale et Orientale et de la Communauté des États Indépendants (CEI). Cette diversité est d'abord due à la variété des méthodes utilisées pour privatiser les anciennes entreprises d'État, mais également aux modalités de croissance du secteur privé et au maintien d'un secteur public, inégalement important d'un pays en transition (PET) à l'autre. Parmi les nouvelles firmes privées, tend à s'imposer un gouvernement d'entreprise fort - *i.e.* exercé exclusivement par les propriétaires -, tandis que parmi les firmes privatisées la dominante est un contrôle par les managers. La firme privatisée est principalement une firme managériale. Ces structures de gouvernance évoluent lentement du fait de marchés financiers peu développés et de dispositifs institutionnels appropriés peu nombreux et pas toujours mis en œuvre. Une décennie après le début des privatisations, on peut styliser les faits en quatre modèles types de gouvernement d'entreprise : contrôle externe étranger, contrôle banco-managérial, contrôle par une coalition d'*outsiders-insiders*, contrôle « salarial et *start-up* ». Dans les toutes dernières années, des signes de convergence vers un modèle centre-européen de gouvernance apparaissent, combinant un contrôle externe étranger sur les grandes firmes avec un contrôle interne par un propriétaire unique sur de véritables PME privées.

* Professeur à l'Université de Paris I, directeur honoraire du ROSES (CNRS), président de l'*International Association of Sport Economists*.

*L'IMPACT DES PRIVATISATIONS*

La structure de gouvernement de l'entreprise soviétique était très simple : l'État, propriétaire unique, confiait toutes les décisions à un directeur, entouré d'ingénieurs et de managers, seuls maîtres à bord dans l'entreprise. Il était soumis à un contrôle externe de son ministère de tutelle, responsable de la réalisation du plan de toute la branche industrielle, et de la banque d'État unique (pour ses comptes financiers). L'asymétrie d'information entre les autorités de tutelle et les directeurs d'entreprise était à l'origine de tricheries informationnelles permanentes de la part de ces derniers, pendant l'élaboration et l'exécution du plan de l'entreprise, tricheries qui étaient l'une des sources d'inefficacité du système planifié (Andreff, 1993). Les réformes de la période Gorbatchev en URSS ont tenté de réduire ce problème en accroissant l'autonomie des directeurs et des managers et en en faisant les vrais titulaires du droit au *cash flow* (*usus fructus*) de l'entreprise. À la même époque, dans quelques pays socialistes (Hongrie, Pologne), un droit de contrôle sur les décisions des directeurs fut attribué à un comité d'entreprise élu par le personnel, cependant qu'en Yougoslavie l'autogestion concrétisait une propriété sociale (et non pas étatique) en remettant *de facto* les droits de propriété à l'ensemble du personnel de chaque entreprise (seul l'*abusus* était supervisé par l'État). Dans tous les cas, à la fin du régime communiste, le gouvernement de l'entreprise était aux mains des *insiders*, soit des managers, soit des représentants de l'ensemble du personnel.

Au début de la transition, l'instrument envisagé pour changer cet état de fait est la privatisation des entreprises en propriété d'État (EPE). Avant même le vote des lois de privatisation, dans tous les PET, s'est développé un mouvement de privatisation spontanée, nommée aussi « privatisation par la *nomenklatura* » (l'ancienne élite dirigeante). En clair, les directeurs d'entreprise et les managers ont utilisé leur droit à répartir le revenu résiduel de leur EPE pour se l'approprier intégralement, le détourner vers des sociétés privées qu'ils ont instantanément créées à cet effet ou, plus encore, pour détourner les actifs les plus intéressants des EPE vers ces nouvelles firmes privées (*asset stripping* ou *tunnelling*). Cette privatisation spontanée renforça la conviction des partisans du consensus de Washington que l'important était de privatiser au plus vite et à n'importe quel prix pour empêcher les anciens dirigeants communistes de transformer leur pouvoir politique en propriété économique, et ceci sans se préoccuper des conséquences à plus long terme de privatisations accélérées, voire forcées¹, sur le gouvernement des entreprises privatisées. Néanmoins, les délais nécessaires à la préparation et à l'adoption des lois de privatisation firent qu'elles furent votées trop tard pour pouvoir éviter les privatisations spontanées. Les plaidoyers en faveur du développement (plus lent) d'un secteur privé sur



la base de la création de nouvelles entreprises *ex nihilo* (Kornai, 1990) ou de privatisations réalisées uniquement au moyen de ventes d'actifs, de façon à ne pas créer de graves problèmes de gouvernement d'entreprise (Andreff, 1992), restèrent sans écho jusque vers la fin des années 1990². Dans leur recensement de la littérature, Shleifer et Vishny (1997) concluent d'ailleurs qu'une structure de gouvernance forte et efficace (en termes de restructuration et de profitabilité) exige la formation d'un noyau dur d'actionnaires de contrôle ou de détenteurs de blocs d'actions (*blockholders*), ce qui implique que la privatisation de la firme soit réalisée par la vente de ses actifs, directement à des investisseurs stratégiques ou indirectement par introduction en Bourse, suivie d'un ramassage des titres sur le marché par les investisseurs souhaitant prendre le contrôle de la firme.

Au contraire, ce sont les critères de vitesse et de nombre de firmes privatisées, supposés garantir l'objectif politique d'irréversibilité du changement de propriété, qui furent retenus par les organisations de Washington et leurs conseillers. Bien qu'il ait mené une analyse démontrant l'impossibilité de privatiser les firmes de manière efficace, par ventes d'actifs, dans les conditions économiques initiales des PET, Jeffrey Sachs (1991) recommanda de recourir à des méthodes non standard, permettant de transférer rapidement la propriété des EPE à de nouveaux ayants droit, telles que la privatisation de masse, la remise de l'entreprise à ses salariés à des prix préférentiels (RESPP, pour *management and employee buy-out*), remise souvent gratuite ou quasi gratuite, et la restitution des actifs à leurs anciens propriétaires (d'avant le communisme) ou à leurs héritiers. Le problème est que la RESPP transfère directement les droits de propriété (*usus et usus fructus*) antérieurement acquis par les managers des EPE... aux mêmes managers (en y ajoutant en outre l'*abusus*) toujours en place dans les firmes privatisées. Quant à la privatisation de masse, elle provoque une très forte dispersion du capital, par la distribution gratuite de coupons de privatisation à toute la population, coupons ensuite échangeables contre des actions des EPE à privatiser. Lors de ces échanges, les managers peuvent tirer parti de leurs informations d'*insiders* et d'initiés pour récupérer de gros paquets d'actions et, dans cette hypothèse, la privatisation de masse aboutit indirectement au même résultat que la RESPP, *i.e.* le transfert des droits de propriété des managers aux managers. Étant donné l'importance qu'a rapidement acquis le secteur privé dans le PIB des PET (tableau n° 1) d'une part, et le fait que la croissance de la taille de ce secteur soit en partie due aux privatisations d'autre part, la structure actuelle de gouvernement d'entreprise dans les PET est largement déterminée par les méthodes de privatisation qui ont été choisies.

Tableau n° 1
Les principales méthodes de privatisation dans les économies en transition

Pays	Part du secteur privé dans le PIB en 2001*	Ventes directes d'actifs	Privatisation de masse	RESPP**
Albanie	75 %	Troisième	Seconde	Principale
Arménie	70 %	Troisième	Principale	Seconde
Azerbaïdjan	60 %	Seconde	Principale	Non
Bélarus	20 %	Non	Seconde	Principale
Bulgarie	70 %	Principale	Seconde	Troisième
Croatie	60 %	Troisième	Seconde	Principale
Estonie	80 %	Principale	Seconde	Non
Géorgie	65 %	Seconde	Troisième	Principale
Hongrie	80 %	Principale	Non	Seconde
Kazakhstan	65 %	Seconde	Principale	Non
Kirghizistan	60 %	Troisième	Principale	Seconde
Lettonie	70 %	Seconde	Principale	Non
Lituanie	75 %	Seconde	Principale	Non
Macédoine	60 %	Seconde	Non	Principale
Moldova	50 %	Seconde	Principale	Non
Ouzbékistan	45 %	Seconde	Troisième	Principale
Pologne	75 %	Principale	Troisième	Seconde
République Tchèque	80 %	Seconde	Principale	Non
Roumanie	65 %	Seconde	Troisième	Principale
Russie***	70 %	Seconde	Troisième	Principale
Slovaquie	80 %	Troisième	Seconde	Principale
Slovénie	65 %	Troisième	Seconde	Principale
Tadjikistan	50 %	Non	Non	Principale
Turkménistan	25 %	Seconde	Non	Principale
Ukraine	65 %	Troisième	Seconde	Principale

* Estimation : EBRD (2002).

** Remise de l'entreprise aux salariés à prix préférentiel.

*** Les trois-quarts de la privatisation de masse ont conduit à des RESPP.

Source : Vagliasindi (2003).

Au plus fort des privatisations, au milieu des années 1990, l'ensemble des actifs privatisés dans les PET se répartissait comme suit (Andreff, 1999) : 13 % seulement avaient été privatisés par ventes d'actifs, 43 % par voie de RESPP, 24 % par privatisation de masse et 20 % par d'autres méthodes telles que la restitution, la compensation financière des héritiers et la municipalisation des actifs des EPE. Depuis lors, cette répartition a un peu évolué en faveur des ventes d'actifs, notamment à des investisseurs étrangers. Cependant, la privatisation de masse reste la principale méthode utilisée à ce jour dans huit PET et la RESPP dans treize d'entre eux. La vente d'actifs, y compris à des

investisseurs étrangers, n'a vraiment été privilégiée qu'en Hongrie et en Estonie, même si elle est devenue aussi la méthode de privatisation la plus importante dans les années récentes en Bulgarie et en Pologne ; elle est en passe de le devenir aussi en République Tchèque avec la privatisation des grandes banques depuis 1999. Pour saisir la diversité actuelle des structures de gouvernement d'entreprise dans les PET, il faut encore tenir compte de l'impressionnante croissance des *start-up* dans le nouveau secteur privé, inégale d'un PET à l'autre (Duchêne et Rusin, 2003). D'autre part, des EPE sont apparues, à l'expérience, tellement peu privatisables que l'État y a conservé, volontairement ou non, une part du capital (propriété résiduelle d'État), alors que d'autres EPE restent pour longtemps en cours de privatisation, et d'autres encore demeurent hors du champ des privatisations, l'État ayant renoncé à (ou ne souhaitant pas) en transférer les actifs pour l'heure.

Dans la mesure où plusieurs méthodes de privatisation ont été mises en œuvre, dans chaque PET, il en résulte une variété des formes de propriété des entreprises (Aukutsionek *et al.*, 1998) et une diversité des structures de gouvernance, à la fois dans chaque pays et dans tous les PET.

LES STRUCTURES DIVERSIFIÉES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

5

Les structures de gouvernement d'entreprise dans les PET sont devenues complexes et diversifiées. Elles sont retracées dans le tableau n° 2 qui les classe en allant de celles supposées les plus fortes au sens du modèle principal-agent (où les propriétaires-actionnaires ont le plus fort pouvoir de contrôle sur l'entreprise) aux plus faibles (où le pouvoir de contrôle des propriétaires est le plus dilué et inefficace).

L'analyse du gouvernement d'entreprise dans les PET ne peut être qu'embryonnaire pour l'instant, car il n'y a pas dans ces pays de dispositif tel que le formulaire 20-F aux États-Unis qui comporte une section sur le contrôle du déclarant ou la Directive européenne 88/627/EEC sur les grands holdings (Becht et Mayer, 2002). Une analyse quantitative ou qualitative précise est actuellement impossible. Elle le deviendra à l'avenir pour les huit PET admis à adhérer à l'Union européenne (UE) en mai 2004, puisqu'ils devront appliquer la Directive européenne. Une meilleure information sur la concentration des votes des actionnaires deviendra disponible, à défaut d'une information sur la concentration de la propriété du capital (particulièrement opaque dans les PET à ce jour). En attendant, l'étude du résultat des privatisations permet de couvrir tout le spectre des structures de gouvernance existant dans les entreprises. La qualité du gouvernement d'entreprise, telle qu'elle est exprimée par les dirigeants des firmes (tableau n° 3), ne

Tableau n° 2
Les structures de gouvernement des entreprises est-européennes

Entreprises	Propriété acquise par	Gouvernement de l'entreprise	Pays représentatifs
<i>Privées</i>	Création ex nihilo	Propriétaire (unique)	Pologne
	Petite privatisation : ventes par appartements, aux enchères	Propriétaire (unique)	Tous les pays
<i>Privatisées</i>	Restitution	Ancien propriétaire, héritier	République Tchèque
	Introduction en Bourse	Investisseurs institutionnels	Rare en tout pays
	Vente directe d'actifs	Investisseurs étrangers	Hongrie, Estonie
		Outsiders ou GIF* locaux	Russie
	Remise aux salariés (RESPP)	Personnel salarié	Pologne, Croatie
		Managers	Tous les pays
<i>Mixtes</i>	Privatisation de masse	Fonds d'investissement	République Tchèque
		Managers	Russie, Kazakhstan
		Holdings d'État	Pologne
<i>Publiques</i>	Prêt avec collatéral en titres	Banques, GIF*	Russie
	En cours de privatisation (État actionnaire unique ou majoritaire de la SA**)	Représentants de l'État	Tous les pays
	Propriété résiduelle d'État	Indéterminé	Tous les pays
<i>Publiques</i>	Nationalisées post-autogestion	Représentants de l'État	Slovénie, Croatie
	Firmes d'État (pas encore transformées en SA**)	Managers fonctionnaires comme avant	Bélarus
			Turkménistan

* GIF : groupes industrialo-financiers

** SA : sociétés par actions

confirme pas nécessairement les conclusions énoncées à partir du modèle principal-agent ou les résultats en termes de structures de gouvernance attendus des différentes méthodes de privatisation (par exemple, la bonne qualité proclamée du gouvernement d'entreprise en Ouzbékistan, pays qui a peu privatisé).

La première configuration est celle où le propriétaire privé, souvent unique ou avec quelques associés, détient la totalité du capital de l'entreprise et y exerce toutes les prérogatives de direction de l'activité (*usus*), de distribution du revenu résiduel (*usus fructus*) et de transformation ou de vente des actifs (*abusus*). Il en est ainsi dans les *entreprises privées créées ex nihilo (start-up)* dont le statut va de l'entrepreneur individuel à celui de société de personnes. Structure de gouvernance forte, elle préfigure le mieux, dans les PET, le gouvernement des PME occidentales. L'origine des actifs est variée, légale ou illégale, pouvant aller du détournement des actifs d'une EPE à l'accumulation rapide d'un apport personnel en capital, en tirant parti d'une situation de rente sur les marchés naissants des PET. Le principal problème de ces petites entreprises privées est l'accès au financement, car elles ont peu de collatéral à proposer pour obtenir du crédit bancaire. La Pologne

Tableau n° 3
La qualité du gouvernement d'entreprise dans les pays en transition

Pays	Indice MGE*	Pays	Indice MGE*
Ouzbékistan	1.40	Lituanie	0.69
Estonie	1.25	Croatie	0.67
Slovénie	1.17	Bélarus	0.67
Azerbaïdjan	1.02	Géorgie	0.67
Pologne	0.96	Arménie	0.55
Hongrie	0.92	Moldova	0.52
Bulgarie	0.90	Russie	0.47
Slovaquie	0.88	Kirghizistan	0.46
République Tchèque	0.80	Roumanie	0.45
Kazakhstan	0.75	Ukraine	0.34

*Indice microéconomique de gouvernement d'entreprise. 3 000 firmes ont répondu à la question : combien est problématique le gouvernement micro-économique de votre affaire ? Les réponses sont classées de 0 (obstacle majeur) à 3 (pas d'obstacle).

Source : EBRD Business Environment and Enterprise Performance Survey, 1999.

surtout (Rusin, 2002), la République Tchèque ensuite (Vincensini, 2003), ainsi que la Hongrie, la Bulgarie, la Roumanie et la Slovaquie, sont les PET où la création des entreprises *ex nihilo* a pris le plus d'ampleur. Une deuxième variante de petite firme privée contrôlée par un propriétaire unique ou des associés peu nombreux a une origine spécifique aux PET : la petite privatisation. Ce terme désigne la vente aux enchères par l'État de ses magasins de détail, ses hôtels, ses restaurants, ses véhicules, ses petites entreprises industrielles ou artisanales aux mieux offrants. Il inclut également la mise en vente d'actifs physiques de grandes EPE, préalablement démantelées, dont certains équipements, locaux, ateliers (vente par appartements) présentent un intérêt pour des repreneurs privés. La petite privatisation a permis la création de millions d'entreprises privées à l'échelle de tous les PET. C'est le principal succès des privatisations dans ces pays, y compris en termes de gouvernement d'entreprise. La seule difficulté de ces petites firmes privées est qu'elles connaissent un fort taux de mortalité, dû au manque de financement et/ou à l'inexpérience de leurs initiateurs, mais qui ne compense pas leur extraordinaire taux de natalité (Rusin, 2002).

Un gouvernement d'entreprise fort, avec un contrôle strict des managers par les actionnaires, est plus rare dans les *firmes privatisées*. Lorsqu'il s'agit d'une restitution à un ancien propriétaire ou à son héritier, tout est possible. Le bénéficiaire de la restitution peut mettre fin à l'exploitation et licencier le personnel notamment lorsque, ayant fui le régime communiste, il réside à l'étranger. Il peut restructurer ou changer la nature de l'exploitation. Il peut revendre les actifs qui lui ont été restitués. Toutes ces éventualités démontrent que le bénéficiaire de la



restitution exerce ses droits de propriété en pleine puissance, malgré la résistance éventuelle des managers et des employés à ses décisions. Celles-ci ne sont pas nécessairement avantageuses pour le pays qui restitue les actifs (arrêt de l'exploitation) si bien que peu de PET, hormis la République Tchèque, ont procédé à de vastes restitutions. Ailleurs, comme en Hongrie par exemple, les bénéficiaires de la restitution n'ont pas reçu des actifs physiques, mais une compensation sous forme de coupons de privatisation leur permettant de participer à la privatisation d'autres EPE mises en vente - et d'y devenir, en tant qu'*outsiders*, le plus souvent des actionnaires minoritaires exclus du gouvernement de l'entreprise.

La privatisation par introduction en Bourse est une espèce extrêmement rare dans les PET puisque, au début des privatisations, la Bourse n'existait pas (sauf en Hongrie), puis un marché financier émergent n'a laissé place qu'à un volume de transactions très limité. Ceci d'autant plus qu'il n'y avait pas d'investisseurs institutionnels, mis à part les banques d'État, les sociétés financières d'État et les compagnies d'assurances d'État. La constitution de noyaux durs ou de blocs de contrôle a été, la plupart du temps, un problème insoluble, ne pouvant être formée d'investisseurs institutionnels locaux non-étatiques, d'investisseurs étrangers (soumis à des restrictions quant à leurs acquisitions, sauf en Hongrie) ou de capitalistes nationaux (quasi inexistant au début de la transition). La structure de gouvernement d'entreprise la plus efficace résultant des privatisations s'est donc révélée être l'acquisition ou la prise de contrôle³ par des investisseurs étrangers. Celle-ci est pratiquement toujours l'issue d'une vente directe d'actifs négociée par l'État avec une firme étrangère et pratiquement jamais le fruit d'un ramassage en Bourse par cette firme des actions de l'entreprise locale qu'elle convoite. Dans cette hypothèse, l'actionnaire majoritaire ou de contrôle est une firme multinationale, habituée à - et capable de contrôler les directeurs et les managers de ses filiales étrangères, y compris celles récemment achetées dans les PET.

Des actifs ont également fait l'objet de ventes directes à des investisseurs locaux (résidents), extérieurs au personnel de l'entreprise. Toutefois, au début de la privatisation, ces cessions aux *outsiders* résidents sont restées peu nombreuses, car elles revenaient à transférer les actifs aux anciens membres de la *nomenklatura* ou à des acteurs de l'ancienne économie parallèle (s'étant illégalement enrichis ou des mafieux), les seuls à avoir accumulé préalablement les moyens d'investir des montants importants dans une firme privatisée. Certains pays ont même interdit, dans leur programme de privatisation, la vente des actifs des EPE aux anciens dirigeants communistes. Avec le temps, à partir du milieu des années 1990, les circonstances suivantes ont conduit à l'acquisition de certaines firmes privatisées par des *outsiders* résidents. Le nombre de



« nouveaux riches » s'est substantiellement accru, grâce à des activités légales ou illégales sur les marchés émergents, formels ou informels, des PET ; leur capacité d'investir dans la propriété des firmes privatisées s'est accrue. Après les programmes de privatisation initiaux (de masse ou RESPP), les transactions de revente des actions initialement acquises se sont multipliées, parfois en Bourse, mais le plus souvent hors marché⁴. Dans ce processus, les actions ont été achetées par des *outsiders* tels que des nouveaux riches, des *insiders* de l'entreprise considérée sous couvert des sociétés privées qu'ils ont créées et des oligarques à la tête de groupes industrialo-financiers (GIF). Dans toutes ces configurations, les acheteurs de titres sont à la recherche d'une participation au capital susceptible, moyennant quelques alliances, de leur conférer le contrôle des décisions stratégiques dans l'entreprise - *i.e.* un gouvernement fort de l'entreprise -, en dépit des intentions des managers en place et de celles des actionnaires minoritaires. Tous ces rachats d'actions n'ont pas abouti au gouvernement de l'entreprise privatisée par un noyau dur d'actionnaires de contrôle, mais ils ont néanmoins provoqué une augmentation de la proportion des firmes contrôlées par des *outsiders* et des GIF (tableau n° 4).

Les problèmes les plus insolubles de gouvernement des entreprises privatisées ont vu le jour après les RESPP et les privatisations de masse. Dans les pays à tradition autogestionnaire, la RESPP a été le moyen de transférer la propriété de nombreuses firmes à leur personnel. Ceux qui gouvernent l'entreprise sont parfaitement identifiés, mais le capital de l'entreprise, autrefois étatique, est plutôt socialisé que véritablement privatisé, avec la RESPP. Certes, les salariés de l'entreprise en deviennent les propriétaires privés, mais leurs objectifs collectifs ne sont pas ceux d'une firme privée capitaliste, s'agissant de la préservation de l'emploi de chacun, de la fixation des salaires, de la défense des conditions de travail ou de l'aménagement du temps de travail. Dans les termes du modèle principal-agent, une telle structure de gouvernance est faible ou inefficace, peu susceptible de déboucher sur une forte profitabilité de la firme. La plupart des études faites sur des échantillons de firmes privatisées dans les PET montrent que celles qui sont contrôlées par leur personnel licencient moins que toutes les autres entreprises, y compris les EPE, et ont en moyenne une productivité et une profitabilité plus faibles, avec quelques exceptions notamment en Pologne (voir les recensements des études sur échantillons de firmes dans Djankov & Murrell, 2002 ; Megginson & Netter, 2001). En revanche, la propriété du personnel a eu un effet positif : elle a considérablement réduit, en particulier en Pologne, pays de prédilection de la RESPP, le détournement des actifs des entreprises par les managers avant, pendant et après leur privatisation (Nellis, 2002a). En tant que propriétaires (futurs, puis



effectifs) de l'entreprise, les salariés ont soumis les managers à une stricte surveillance de façon à prévenir leurs tentatives de dépouiller la firme de ses actifs. Mais cette discipline des managers, obtenue par les salariés, ne vise pas principalement à exiger d'eux qu'ils maximisent le profit et la valeur actionnariale de la firme - comme dans le cas d'actionnaires capitalistes.

Une issue fréquente de la RESPP est cependant le gouvernement de l'entreprise par les managers, et eux seuls, dans tous les PET, le plus souvent les anciens managers de l'époque communiste⁵. Soit ils détiennent ensemble une fraction appréciable du capital de la firme privatisée, lequel est par ailleurs dispersé entre tous les membres du personnel, soit ils l'acquièrent en rachetant des parts aux autres salariés, soit ils font simplement jouer leur autorité sur le personnel pour gouverner l'entreprise ou acquérir des titres à bon prix (menaces de licenciement de ceux qui vendent leurs actions à des *outsiders*, promesses de maintien de l'emploi dans le cas contraire, accès aux avantages procurés par la firme à son personnel - cantines, soins...). Dans certains pays, comme en République Tchèque, seul le rachat de l'entreprise par les managers, à l'exclusion des autres salariés, a été autorisé. Les études réalisées sur des échantillons de firmes montrent que les performances (productivité, profitabilité) des firmes privatisées sous contrôle des managers sont, en moyenne, supérieures à celles des firmes contrôlées par tous les salariés et à celles des EPE, mais nettement inférieures aux résultats des firmes privatisées sous contrôle d'*outsiders* et, plus largement encore, des firmes reprises par des investisseurs étrangers (Andreff, 2003a). La *firme managériale* est, pour l'heure, la structure de gouvernance prédominante à l'issue des privatisations, ce que confirme l'observation de la privatisation de masse.

La situation engendrée par la privatisation de masse, dans tous les PET qui l'ont privilégiée, n'est pas conforme à son objectif. Celui-ci était d'offrir gratuitement ou quasi gratuitement à toute la population des coupons de privatisation échangeables en actions, matérialisant un droit pour tous⁶ à participer à l'acquisition des actifs appartenant jusque-là à l'État. Cette répartition initiale et égalitaire des droits de propriété devait évoluer ensuite, en vertu du théorème de Coase⁷, par le biais d'échanges sur le marché des titres (actions), de telle façon que se créent des noyaux durs ou des détenteurs de blocs de contrôle désireux d'investir dans les firmes privatisées en rachetant leurs titres aux citoyens inaptes ou non-motivés à exercer la profession d'investisseur capitaliste ou d'entrepreneur. Or, dans tous les PET qui y ont eu recours, la privatisation de masse a débouché, directement ou indirectement, selon différents cas de figure, sur un gouvernement des entreprises privatisées par des managers.

En Russie, trois options étaient ouvertes pour la privatisation de masse, l'option 1 proposant plus de 40 % du capital au personnel à prix préférentiel, l'option 2 offrant immédiatement 51 % du capital de la firme au personnel à un prix plus élevé et l'option 3 réservant 30 % du capital à un groupe de salariés s'engageant à restructurer l'entreprise et à éviter sa faillite. Dans chaque cas, une partie du capital de la firme a été échangée contre les coupons de privatisation distribués gratuitement à toute la population. L'option 2 fut choisie par 73 % des 15 000 entreprises du programme de privatisation de masse, l'option 1 par 25 % des firmes et l'option 3 par 2 % (Blasi *et al.*, 1997). Dans tous les cas, les managers ont conservé la haute main sur le gouvernement d'entreprises au capital très dispersé et ont procédé à une concentration du capital entre leurs mains grâce à l'acquisition (sous menace de licenciement...) des titres acquis par le personnel. Ils se sont enracinés au pouvoir de l'entreprise (Filatochev *et al.* 1999 ; Labaronne, 1998) en contrôlant les registres d'actionnaires, en interdisant (illégalement) au personnel de vendre ses actions à des *outsiders*, en ne respectant pas les droits des actionnaires (minoritaires) et par des infractions à la législation sur les sociétés ; nous avons recensé plus d'une vingtaine d'infractions (Andreff *et al.*, 1996 ; voir aussi Blasi *et al.*, 1997), allant de la non convocation de l'assemblée générale des actionnaires au vote à main levée dans cette assemblée.

Dans d'autres PET, le gouvernement de l'entreprise par les managers a résulté de manière indirecte de la privatisation de masse. En République Tchèque, près des trois-quarts des coupons de privatisation ont été achetés aux citoyens par des Fonds d'investissement de privatisation (FIP), créés dans ce but, lesquels ont ensuite acquis des actions de firmes privatisées avec ces coupons. En apparence, des investisseurs institutionnels nouvellement créés (les FIP) sont devenus leurs principaux actionnaires. Les managers des FIP sont donc en position de gouverner les décisions des managers des firmes privatisées sous leur contrôle mais, comme l'a souligné Stiglitz (2000), le problème devient alors celui du contrôle des contrôleurs (*i.e.* le contrôle des managers des FIP). Or, en République Tchèque, la plupart des FIP avaient pour actionnaire de contrôle (souvent unique) une banque d'État ou une compagnie d'assurances étatisée, ce qui fit dire à un ministre de l'Économie tchèque (Mertlik, 1996) que la privatisation de masse était le moyen le plus rapide de transférer la propriété de l'État... à l'État. Quant au gouvernement d'entreprise, il est transféré des managers (des EPE privatisées) aux managers des FIP et finalement aux managers des banques d'État, autrement dit de la *nomenklatura* à la *nomenklatura*.

Dans la variante polonaise de la privatisation de masse, l'État a créé quinze Fonds nationaux d'investissement qui se sont réparti les actifs



des entreprises à privatiser, les citoyens polonais devenant actionnaires de ces fonds et non des firmes elles-mêmes. Pour tenter d'éviter le problème du contrôle des contrôleurs, chaque fonds est géré par un consortium de gestion auquel participent des firmes d'audit et des banques polonaises et étrangères. Cette structure de gouvernance est *a priori* plus forte que celle des FIP tchèques, le consortium de gestion ayant pour mission d'augmenter la valeur du portefeuille d'actifs détenus par son fonds ; toutefois, les fonds ont plutôt désinvesti des firmes les moins rentables de leur portefeuille, plutôt que de les restructurer, et ont investi dans les plus rentables. Les fonds se sont comportés plutôt comme des investisseurs institutionnels, alors que l'effet recherché de la forte structure de gouvernance, à savoir la restructuration de l'industrie polonaise, a été en partie manquée.

La Russie a enfin expérimenté une méthode de privatisation universellement désavouée et critiquée, bien qu'elle aboutisse à un fort gouvernement des entreprises impliquées : il s'agit du schéma « prêt bancaire avec collatéral en titres » (*loans for shares*). Proposé par Vladimir Potanine, le PDG de Uneximbank, au président Eltsine en 1995, le schéma consiste en ce que l'État russe remette à des banques d'importants paquets d'actions dans des firmes de grande valeur (des secteurs pétrolier, énergétique et des matières premières) comme collatéral de crédits abondant le budget de l'État (en grave déficit à l'époque). La banque la mieux disante gagne l'enchère et se voit confier un bloc d'actions dans l'une des firmes jusqu'en septembre 1996. Si, à cette date, l'État n'a pas remboursé les crédits obtenus, la banque peut vendre les actions ou les conserver par devers elle. L'État ayant été incapable de rembourser, des banques se sont ainsi approprié les « joyaux de la couronne » de l'industrie russe, à un prix dérisoire (la plupart des enchères ayant été collusives ou truquées). Toutes les banques participant à ce schéma étaient déjà la propriété d'un groupe d'oligarques financiers proches du président de la Fédération de Russie (Nellis, 2002b). Certaines de ces opérations ont été tellement frauduleuses qu'elles furent annulées par le tribunal d'arbitrage de Moscou. Néanmoins, un petit groupe d'oligarques, dont Roman Abramovitch, Evgueny Ananiev, Boris Berezovski, Mikhaïl Fridman, Vladimir Goussinski, Mikhaïl Khodorkovski, Igor Malatchenko, Vladimir Potanine, Alexander Smolenski..., s'est approprié à bas prix les plus beaux fleurons de l'industrie russe, ce qui a jeté le discrédit sur les privatisations russes, aussi bien récusées par la Banque mondiale que critiquées par la population russe, et hors de Russie⁸. Certainement contestable au plan de l'éthique des affaires, ce procédé a néanmoins procuré aux firmes intégrées dans les GIF ainsi constitués une forte structure de gouvernement d'entreprise (avec un contrôle exercé par la banque - et l'oligarque - tête de groupe). Il a contribué à l'augmentation

de la part des *outsiders* dans le contrôle des entreprises russes (tableau n° 4) et à la formation d'une nouvelle élite économique, bien qu'à l'aide d'un procédé douteux, amoral et truqué, à l'extrême opposé du théorème de Coase (Andreff, 2003c) !

Tableau n° 4
Évolution du contrôle des grandes et moyennes firmes privatisées en Russie

Proportion du total des actifs contrôlée :	1994	1996	1998	2000
directement par des insiders	60 %-65 %	55 %-60 %	50 %-55 %	30 %-35 %
par des outsiders	12 %-25 %	30 %-35 %	35 %-40 %	50 %-55 %
par l'État	15 %-20 %	9 %-10 %	5 %-10 %	10 %-12 %

Source : Radygin (2000).

D'autres GIF se sont formés, avant le schéma « prêt bancaire avec collatéral en titres », à partir de la transformation en sociétés par actions (SA) des EPE appartenant aux anciennes associations d'entreprises par branche industrielle, héritées de l'économie planifiée, en général sur l'initiative de leurs directeurs. Ces GIF concentrent encore aujourd'hui les pouvoirs de monopole de l'ancienne planification centralisée, auxquels ils ont ajouté une diversification vers le commerce, la banque et la finance, au moyen de participations croisées au capital. L'opacité financière de ces GIF est préoccupante. Leurs dirigeants font également partie de l'élite oligarchique de la Russie.

À l'heure actuelle, il subsiste encore dans tous les PET de nombreuses *entreprises mixtes*, associant propriétaires privés et État dans leur capital-actions. Il s'agit d'abord de firmes dont la privatisation a commencé, est en cours, mais n'est pas encore achevée. Il y a ensuite la propriété résiduelle d'État. Dans nombre de firmes privatisées, l'État conserve une part résiduelle du capital pour l'une des raisons suivantes : l'État garde une action privilégiée (*golden share*) ou une minorité de blocage, en général pour empêcher une prise de contrôle non désirée de la firme par des intérêts étrangers ; l'État n'a été en mesure de trouver des acquéreurs que pour une partie du capital de la firme ; des bénéficiaires de la RESPP ou de la privatisation de masse n'ont pas fait jouer leurs droits et leur part reste aux mains de l'État. Le conseil d'administration (CA) ou de surveillance de ces firmes réserve alors des sièges à des représentants de l'État, au prorata du capital encore en propriété d'État. Il en découle un sérieux problème de gouvernement d'entreprise. Soit il est accaparé par les anciens managers. Soit les représentants de l'État dans le CA ont un comportement actif de contrôle, dissuadant les initiatives des action-

naires privés. Étant des fonctionnaires, des universitaires, des experts nommés par un ministère, ils n'ont pas nécessairement les compétences financières, juridiques, comptables, gestionnaires requises pour gouverner l'entreprise. De plus, ils constituent une catégorie de *stakeholders* qui, rapidement, défend ses propres intérêts dans les décisions du CA, intérêts qui les poussent à bloquer tout progrès dans la privatisation de la firme (puisque'une privatisation totale entraînerait leur disparition du CA, la perte des jetons de présence, de leur influence...). En outre, leurs rapports fréquents avec leur administration d'origine nuisent à l'autonomie du gouvernement de l'entreprise partiellement privatisée. Il arrive aussi que la propriété résiduelle d'État conduise à une structure indéterminée de gouvernement d'entreprise, faute de consensus ou d'alliances entre les intérêts conflictuels des managers, des représentants de l'État et de ceux des actionnaires privés dans le CA.

Il reste enfin des *entreprises publiques* dans tous les PET, le secteur public pesant de 20 % du PIB en Hongrie à 80 % en Bélarus. Dans les pays de l'ex-Yougoslavie, où les entreprises autogérées étaient en propriété sociale, il a d'abord fallu les nationaliser, pour que l'État puisse disposer pleinement des droits de propriété et transformer ces entreprises en SA, en vue de les privatiser. En attendant la fin de leur processus de privatisation, le CA de ces firmes était composé de représentants de l'État exerçant le gouvernement de l'entreprise au nom de - et sur les injonctions de - celui-ci. Dans tous les PET, mais surtout en Bélarus, au Turkménistan et en Ouzbékistan, il subsiste des EPE qui n'ont même pas encore été transformées en SA. Le gouvernement d'entreprise y est, comme avant, aux mains de managers nommés par l'État. Du point de vue de la théorie des droits de propriété et du modèle principal-agent, cette structure de gouvernance est la plus faible et la plus inefficace, puisque les managers sont totalement incontrôlés et incontrôlables par des actionnaires beaucoup trop nombreux (par hypothèse, toute la population du pays). Une vision alternative est de considérer que les EPE ont un actionnaire unique, alors parfaitement en position d'imposer une ligne directrice de gouvernement d'entreprise aux managers, soit une structure de gouvernance forte. Ainsi, en Chine (Djankov & Murrell, 2002), l'État envoie aux managers des EPE des incitations très fortes à avoir une gestion non déficitaire, sanctionnée par de sévères pénalités disciplinaires et financières, pouvant aller jusqu'à la peine de mort en cas d'abus de pouvoir ! *A contrario*, les sanctions sont moins immédiates et moins draconiennes, voire inexistantes, vis-à-vis des managers des EPE en Europe Centrale et Orientale et dans la CEI.

On a aussi recommandé la privatisation du management des EPE (Andreff, 1992 & 1995) - lorsque la privatisation de leurs actifs s'avère impossible ou indésirable - ce qui consiste à gérer l'EPE de façon à



éliminer les déficits, puis à réaliser des bénéfices, à restructurer, à investir dans les marchés étrangers, en un mot à gérer l'entreprise publique selon les mêmes critères qu'une firme privée. La privatisation du management n'est possible que si l'État actionnaire unique adopte un gouvernement d'entreprise efficace en fournissant aux dirigeants des EPE les incitations appropriées pour qu'ils gèrent « comme le privé » et en les licenciant immédiatement dans le cas contraire. Une fois profitables et gérées avec efficacité, avec un fort gouvernement d'entreprise exercé par l'actionnaire unique, la privatisation des EPE n'est plus qu'une question d'opportunité (ou de couleur) politique, et non d'efficacité économique - déjà acquise. Le récent rapport de la Banque mondiale (World Bank, 2002) reconnaît d'ailleurs qu'il aurait souvent été préférable de laisser les actifs aux mains de l'État - plutôt que de se lancer dans la privatisation de masse ou la RESPP - en attendant de pouvoir identifier des investisseurs stratégiques fiables et, alors seulement, de leur vendre les EPE ; une suggestion (Andreff, 1992) que la Banque n'était pas disposée à accepter, il y a dix ans.

*LA LENTE CONCENTRATION DU CONTRÔLE
ET LA DYNAMIQUE DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE*

L'image que nous avons retracée du gouvernement d'entreprise dans les PET est quelque peu statique et représente ses structures au cours de la première décennie de la transition. Bien évidemment, les structures de gouvernance des firmes sont habituellement mouvantes et dynamiques. Cependant, dans des économies de marché émergentes que sont les PET, l'absence initiale des mécanismes et des institutions (leur mise en œuvre fait surtout défaut) qui permettent de modifier les structures de gouvernement d'entreprise a, pour l'instant, marqué les limites d'une telle dynamique.

La première opportunité manquante est l'insuffisant développement des marchés financiers, onze ans après le début de la transition (tableau n° 5). Non seulement un marché des titres très étroit ne délivre pas le juste prix de chaque action (comme on le suppose quand le nombre de titres échangés et celui des opérateurs sont très grands), mais encore il est facilement sujet à des bulles spéculatives (de Varsovie à Prague, en passant par Sofia et Moscou, tous les marchés de titres des PET en ont connu avec récurrence) et à des délits d'initiés. L'anonymat nécessaire à un ramassage d'actions en Bourse ou la confiance requise pendant le montage d'une OPA n'y sont guère respectés. Des commissions des opérations de bourse encore peu expérimentées ou inexistantes, ne parviennent pas à assurer que chaque transaction s'effectue en toute régularité. Ceci explique que, après les privatisations proprement dites,

les reventes d'actions sont principalement intervenues hors marché et ont plutôt facilité le renforcement du contrôle de ceux qui le possédaient déjà grâce aux privatisations (surtout les initiés que sont les managers), bien plus qu'elles n'ont provoqué une concentration du capital aux mains d'*outsiders*, sauf lorsque ceux-ci sont des GIF ou des banques oligarchiques.

Tableau n° 5
Nombre d'entreprises cotées en Bourse dans quelques pays en transition

Pays	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bulgarie	16	26	15	15	998	828	842
Estonie	0	0	0	22	26	25	23
Hongrie	40	42	45	49	55	66	65
Lettonie	0	17	34	50	69	70	64
Lituanie	13	357	460	607	60	54	54
Pologne	44	65	83	143	198	221	221
République Tchèque	1 024	1 635	1 588	276	261	164	154
Roumanie	4	7	17	76	5 753	5 825	5 578
Russie	72	170	73	208	237	207	218
Slovaquie	19	21	816	872	837	845	843
Slovénie	25	17	21	26	28	28	34
Ukraine	0	96	99	102	113	117	120

Source : Berglöf & Bolton (2002).

Jusqu'à la fin des années 1990, les fusions, absorptions et acquisitions entre firmes d'un même PET ou de PET différents sont restées l'exception, alors même que l'économie mondiale était en proie à une importante vague de fusions de 1994 à 2000. Depuis la fin des années 1990, cette modalité de concentration de la propriété du capital a commencé à se développer dans les PET et, par conséquent, a modifié le gouvernement des entreprises absorbées, celui-ci passant sous le contrôle des propriétaires de la firme ou du GIF les ayant acquises (c'est-à-dire des *outsiders*). Ainsi, en République Tchèque, le nombre de fusions et acquisitions s'est élevé de 67 en 1997 à 196 en 1999, 221 en 2000 et 158 en 2001. En Russie, dès 1996-1997, l'État a encouragé les fusions et la création de vastes holdings dans les secteurs-clés de l'électricité, des hydrocarbures et des télécommunications (Nestor, 2002). Les pratiques qui disjoignent la part du capital détenu par un groupe d'intérêts et les votes qu'il obtient lors de l'assemblée générale des actionnaires de façon à se maintenir en position de contrôle, telles que les limitations des droits de vote, les *proxy fights* (collecte des votes par procuration), les mesures anti-OPA, les actions préférentielles, l'échange

d'actions ordinaires contre des certificats d'investissement, l'émission de capital potentiel et les pilules empoisonnées, sont encore inexistantes dans la plupart des PET et rares dans les autres, dans l'état actuel de l'information disponible. Un changement de ceux qui gouvernent l'entreprise a, pour l'instant, peu de chance de se produire par le biais de tels dispositifs. En revanche, les alliances entre groupes d'intérêts différents pour contrôler une entreprise semblent monnaie courante (et prolongent en partie les anciens réseaux d'alliances entre dirigeants communistes). Ces alliances unissent entre eux des *outsiders*, mais aussi des *insiders* (managers) avec des *outsiders* (oligarques ou banquiers). Pour l'heure, il n'existe pratiquement pas d'étude permettant de vérifier systématiquement la nature de ces alliances. Cependant, un premier travail de Baltowski & Mickiewicz (2000) a permis de repérer trois types d'alliances fréquentes au sein des firmes privatisées polonaises : 1- alliance d'un (groupe d') actionnaire extérieur (*outsider*) avec les représentants du Trésor public (qui représentent la propriété résiduelle d'État), en général en opposition au personnel de la firme ; 2- alliance du personnel et des managers contre les représentants du Trésor public ; 3- alliance du personnel avec les représentants du Trésor public contre un *outsider* et son équipe managériale. L'analyse des administrateurs communs (*interlocking directorates*) siégeant à la fois dans les CA de plusieurs firmes des PET reste à mener, lorsque l'information à leur sujet sera rendue publique.

VERS UN MODÈLE CENTRE-EUROPÉEN DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ?

Dès le début de la transition, un débat s'est ouvert dans les PET quant au système de gouvernement d'entreprise et au modèle de capitalisme qui devraient s'imposer après les privatisations, de nombreux réformateurs et les organisations de Washington soutenant plutôt le modèle anglo-saxon, certains gouvernants des PET préférant le modèle rhénan. Dans le premier, l'actionnariat est plus dispersé ; le rôle des marchés financiers est plus important ; le gouvernement de l'entreprise plus orienté vers le court terme privilégie les intérêts des actionnaires (*outsiders*), en particulier ceux des fonds de pension, des compagnies d'assurance et des institutions financières (malgré leur rôle d'actionnaires minoritaires passifs) ; la protection légale des actionnaires est meilleure ; la fréquence des OPA et des *proxy fights* y est plus élevée, imposant aux managers une discipline plus stricte. L'objectif unique assigné à ceux-ci est la création de valeur actionnariale. Quant au modèle rhénan, il se caractérise par davantage de participations croisées au capital entre les firmes, la formation de GIF, une plus forte concentration du capital et



un rôle plus actif des investisseurs institutionnels ; il prend mieux en compte l'intérêt des salariés et des *stakeholders*, de manière à partager le pouvoir entre eux et les actionnaires majoritaires ; l'existence de blocs de contrôle et de noyaux durs réduit l'opportunité des OPA hostiles et la discipline des marchés financiers, et elle maintient des relations durables entre les parties prenantes à l'entreprise, plus orientées vers le long terme ; toutes ces caractéristiques donnent plus d'influence aux managers (*insiders*) et augmentent leur capacité d'enracinement, en dépit de l'activisme des investisseurs institutionnels. La valeur actionnariale n'est pas le seul objectif du gouvernement d'entreprise.

Cependant, l'opposition entre un système *outsider* de contrôle externe et un système *insider* de contrôle interne apparaît trop tranchée pour rendre compte de l'hétérogénéité constatée des structures de gouvernement d'entreprise dans les PET, tout comme d'ailleurs de celle observée dans les pays de l'UE (Pollin, 2003), ainsi que pour prendre en compte des coalitions réunissant à la fois des *outsiders* et des *insiders* dans certaines firmes privatisées des PET. Cette division entre deux structures-types de gouvernement d'entreprise tend à s'estomper à l'Ouest (Becht & Mayer, 2002), car elle est perturbée par les positions acquises par les détenteurs de blocs d'actions ou par les dirigeants (Boutillier *et al.*, 2002), tout comme elle l'est par le contrôle des oligarques et des managers, et leurs alliances, dans les PET. De ce point de vue, on peut noter une certaine similarité entre la structure dominante de gouvernement d'entreprise à l'Ouest et à l'Est de l'Europe. L'éviction des actionnaires minoritaires est un autre trait commun. On ne saurait cependant conclure à une sorte de convergence vers un modèle européen unique de gouvernement d'entreprise, puisqu'une telle conclusion n'est déjà pas valide entre pays ouest-européens, où l'on observe à présent une hybridation entre les deux modèles rappelés ci-dessus (Boutillier *et al.*, 2003 ; Plihon *et al.*, 2001). Ce nouveau modèle hybride est marqué par la montée en puissance des investisseurs institutionnels, (Geoffron, 1999 ; Jeffers & Plihon, 2001), porteurs d'une norme de valorisation actionnariale (de 15 %). Les PET ne convergent pas vers ce modèle, étant donné le faible développement des investisseurs institutionnels locaux et l'absence d'investisseurs institutionnels étrangers dans le capital des firmes locales jusqu'à présent. Si l'on considère les investisseurs institutionnels comme « les agents potentiels d'un actionnariat salarié », déterminant « une propriété socialisée des entreprises » (Aglietta, 1997), on comprend que leur développement comporte une sérieuse alternative dans les PET sous la forme des RESPP transférant *directement* l'entreprise et ses actions aux salariés.

Peut-on alors envisager l'hypothèse d'une convergence vers un modèle centre (et est-) européen de gouvernement d'entreprise ? La

décennie 1990 a été marquée par une forte différenciation, que nous avons soulignée, dans les structures de gouvernement d'entreprise dans les PET. Si l'on met à part les pays où les privatisations sont peu avancées (Biélorus, Turkménistan, Ouzbékistan), ainsi que la question de la propriété résiduelle d'État, les privatisations ont initialement engendré, compte tenu de la faiblesse des marchés financiers, quatre modèles de gouvernance que l'on peut styliser comme suit :

A/ Un modèle de *contrôle externe étranger* (CEE) - ou « hongrois » : environ 150 des 200 plus grandes firmes de Hongrie ont une participation étrangère influente dans leur capital (majoritaire dans 50 des 100 plus grandes) et des étrangers sont propriétaires de 46,7 % du capital social de toutes les sociétés établies en Hongrie. En outre, 61 % des firmes à participation étrangère sont contrôlées à 100 % par les propriétaires étrangers. La capitalisation boursière est détenue à 72 % par des étrangers (et 62 % en Estonie), contre 34 % en Pologne et moins dans les autres PET. L'Estonie et la Hongrie sont, avec la Pologne et la Slovénie, les PET où les pressions des actionnaires sont les plus fortes sur les managers (Vagliasindi, 2003), dans les deux premiers pays ces actionnaires étant surtout étrangers (dans les deux derniers, ce sont les salariés de l'entreprise). La condition d'existence du modèle est l'importance relative (rapportée au PIB ou à la population) de l'investissement direct étranger (IDE) entrant dans le pays, y compris en achetant des firmes à privatiser. De nombreuses entreprises sont donc gouvernées par des *outsiders* étrangers et puissants, mais qui sont des firmes et des banques multinationales et non des investisseurs institutionnels. Cette structure de gouvernance capitaliste forte est néanmoins la moins éloignée du modèle hybride évoqué ci-dessus, car la plus immergée dans la globalisation.

B/ Un modèle de *contrôle banco-managérial* (CBM) - ou « tchèque » : les firmes privatisées sont contrôlées par les managers, eux-mêmes supervisés par les managers des fonds de privatisation (substitués à l'absence de véritables investisseurs institutionnels), ensuite transformés en *holdings*, eux-mêmes supervisés par les managers des banques (d'État pour la plupart) ayant créé ces fonds. En revanche, la propriété privée des *insiders* reste très limitée, mais les managers des firmes résistent au contrôle des fonds en utilisant leur information privilégiée d'*insiders* ou même en créant leurs propres fonds d'investissement. La collusion entre les managers des firmes, ceux des fonds et ceux des banques est loin d'être exceptionnelle. Ensemble, ils favorisent des solutions tchèques, au détriment des IDE. Les *holdings* reconcentrent la propriété dispersée par la privatisation de masse et la structurent en GIF. Les participations croisées, l'influence des banques, l'ampleur des échanges de titres hors marché, l'enracinement des managers et une gestion par ceux-ci tenant



compte des intérêts des *stakeholders* (la République Tchèque s'est longtemps distinguée par le plus faible taux de chômage des PET) rapproche quelque peu cette structure de gouvernement d'entreprise du modèle rhénan.

C/ Le modèle de *contrôle par une coalition d'outsiders-insiders* (CCOI) ou oligarco-managérial, au détriment des autres (petits) actionnaires - typique de la Russie et de plusieurs pays de la CEI : un grand nombre de firmes est contrôlé par les *insiders* (surtout les managers), d'autres le sont par une centaine de GIF et de *holding* sectoriels gouvernés par des oligarques financiers et des banquiers, de nombreux *insiders* sont en même temps investisseurs externes (*outsiders*) en utilisant des sociétés créées par eux dans ce but, des administrateurs communs (*interlocking directorates*) et des alliances *outsiders-insiders* (entre oligarques financiers, directeurs d'entreprises, managers) consolident fréquemment une structure en réseau, de même que l'émission d'actions hors marché au bénéfice des seuls détenteurs de blocs et des managers (Kogut & Spicer, 2002). Cette structure réticulaire paraît d'autant plus durable qu'elle implique - et s'appuie sur - le pouvoir politique, qu'elle freine l'entrée de l'IDE dans les grandes firmes russes et qu'elle fait obstacle, dans l'industrie et la finance, au développement d'entreprises créées *ex nihilo*. Plus généralement, les GIF, les réseaux de managers et le contrôle oligarchique ne facilitent pas l'essor d'une économie de marché concurrentielle. Le principal potentiel d'évolution de ce modèle de gouvernance pourrait résider dans la multinationalisation des grandes firmes et des GIF russes (Andreff, 2003d).

D/ Un modèle mixte de *contrôle « salarial et start-up »* (CSSU) - ou « polonais » : les alternances politiques et le report à 1996 de la privatisation de masse en Pologne ont laissé un vide comblé par les petites privatisations et la RESPP, sous la dénomination de privatisation par capital⁹ et de privatisation par liquidation¹⁰, ces dernières permettant à la fois la création d'entreprises privées *ex nihilo* et un contrôle par les salariés (et non par les seuls managers). La propriété est dispersée entre un grand nombre de salariés qui sont à la fois actionnaires et *stakeholders* : ils tentent, souvent avec succès, de verrouiller l'actionariat et le contrôle de l'entreprise, et participent à sa gestion, ce dont atteste le faible niveau de conflits enregistrés. Par ailleurs, le contexte institutionnel (remise en vigueur du Code de commerce et de la Loi sur les faillites de 1934, Loi sur la concurrence votée en 1990) facilite la création des firmes privées *de novo*. Celle-ci se produit pour l'essentiel de 1990 à 1993 (Rusin, 2002), date à laquelle ces *start-up* concentrent 18,4 % de l'emploi total. Après cette date, la dynamique des nouvelles entreprises privées repose à la fois sur des créations et sur la croissance de la taille de celles qui survivent à la concurrence ; en 1996, elles atteignent 31,7 % de

l'emploi total (le triple de l'emploi des firmes privatisées). En 1997, leur nombre est de 1,398 millions. Le modèle CSSU associe paradoxalement la structure de gouvernance supposée la plus faible (contrôle des salariés) et celle supposée la plus forte, le propriétaire individuel unique.

La firme managériale, sous contrôle exclusif des managers, étant très répandue dans tous les PET, sauf ceux du modèle CEE, elle ne peut déterminer, seule, un modèle typé de gouvernement d'entreprise, tout en étant un ingrédient des quatre modèles, mais surtout de CBM et CCOI.

Une certaine inertie des structures de gouvernement d'entreprise dans les PET est due à l'absence ou à la faiblesse des institutions et dispositifs qui pourraient les faire évoluer (3 *supra*), ce qui tend à ralentir le rythme de convergence vers un modèle unique. Cependant, certains signes se font jour, dans les années récentes, d'une possible convergence des modèles CEE, CBM et CSSU¹¹ vers un modèle dominant de gouvernance en Europe Centrale et Orientale. Celui-ci combinerait un fort contrôle étranger externe des plus grandes firmes avec un contrôle interne par un propriétaire unique sur de véritables entreprises privées (et non pas des ex-EPE privatisées). Ce serait, au fond, un hybride du modèle hongrois et du modèle polonais (pour sa partie *start-up*).

On observe en effet (tableau n° 6) que la Pologne et la République Tchèque accueillent désormais plus d'IDE que la Hongrie. Ces deux pays, avec quelques années de retard sur la Hongrie, se sont lancés dans la privatisation de leurs banques (après en avoir assaini les bilans), les principaux acquéreurs étant des banques multinationales¹² (Bednarova, 2001 ; Dudzinski & Szymkiewicz, 2003). À partir de 1998, la République Tchèque privilégie aussi la vente des entreprises stratégiques aux investisseurs étrangers, si bien que la part de l'IDE dans la privatisation passe de 1 % en 1997 à 23 % en 1999 et 28 % en 2001. En même temps, la part des fonds se réduit considérablement dans la structure de propriété des entreprises tchèques, où ils ne détiennent plus que de nombreuses participations faibles et sont passifs - ils ressemblent de plus en plus aux OPCVM européens (Vincensini, 2003), donc à des investisseurs institutionnels. À partir de 1997, les autorités polonaises décident d'accélérer le rythme des privatisations et de vendre des entreprises stratégiques, désormais sans restriction vis-à-vis des investisseurs étrangers. Les firmes en propriété étrangère passent de 1,8 % de l'emploi total en 1995 à 3,6 % en 1999. Outre la pénétration croissante de l'IDE, la convergence vers un modèle centre-européen de gouvernement d'entreprise influencé par la globalisation (et donc ses normes de gouvernance) est aussi, depuis peu d'années, impulsée par la multinationalisation des firmes originaires des PET (Andreff, 2002), tout comme la globalisation des stratégies de firmes est l'un des facteurs de convergence vers un

Tableau n° 6
Investissement direct étranger entrant et PME
dans les pays en transition

Pays	Investissement direct étranger entrant (M\$)				Importance des PME	
	Stock 1994	Stock 1997	Stock 2001	Flux 2001	% du nombre total d'entreprises, 1995	densité population d'entreprises, 1995*
Bulgarie	263	951	3 850	10	96,0	39
Estonie	458	1 148	3 155	184	78,2	21
Hongrie	6 438	15882	23562	337	83,2	56
Lettonie	289	1 272	2 216	7	80,3	11
Lituanie	71	1 041	2 665	7	75,1	18
Pologne	4 879	16593	42433	14	87,8	37
République Tchèque	3 558	9 234	26764	96	85,6	68
Roumanie	551	3 617	7 636	17	95,3	17
Slovaquie	402	1 597	6 109	15	92,1	42
Slovénie	308	2 028	3 250	104	75,4	37
Albanie	130	349	759	6		
Arménie	8	136	714	11		
Azerbaïdjan		1 835	3 962	158		
Bélarus	32	322	1 412	1		
Croatie	172	1 426	6 597	119		
Géorgie		169	583			
Kazakhstan	435	5 454	12647	28		
Kirghizistan	10	275	459	11		
Macédoine		62	919	1		
Moldova	54	180	609			
Ouzbékistan	135	595	768			
Russie	2 037	14365	21795	2 618		
Tadjikistan	10	45	166			
Turkménistan	416	1	063			
Ukraine	559	2 064	4 615	23		

* Nombre d'entreprises actives pour 1 000 habitants
 Source : Rusin (2002) - UNCTAD (2002).

modèle hybride de gouvernance dans les économies occidentales (Plihon *et al.*, 2001).

La seconde tendance lourde est le développement des entreprises créées *ex nihilo*, entreprises individuelles et PME. Caractéristiques du modèle polonais de gouvernance (CSSU), ces entreprises sont aussi très nombreuses et dynamiques en Hongrie, en République Tchèque, ainsi qu'en Bulgarie, en Roumanie et en Slovaquie (tableau n° 6). En 1995, 1 million d'entreprises individuelles tchèques employaient 11,2 % de la

population active ; en 2000, 1,471 millions d'entreprises individuelles emploient 13,2 % de la population active. La même année, en Hongrie, 381 000 entreprises individuelles employaient 9 % de la population active (51 % pour l'ensemble des PME) contre 5,6 % en 1992 (43 % pour les PME en 1994).

Par conséquent, les modèles CEE, CBM et CSSU montrent, dans les années récentes, une convergence vers un modèle centre-européen de gouvernement d'entreprise caractérisé à la fois par le contrôle par des propriétaires étrangers sur les grandes firmes et par le contrôle d'un propriétaire unique local sur les PME. Cette convergence fait apparaître comme *transitoires* les structures de gouvernance qui ont marqué les modèles CEE, CBM et CSSU juste après les privatisations, telles que le contrôle des managers, celui des salariés, celui des banques et les formes *ad hoc* (fonds d'investissement de privatisation, *holdings* d'État, entreprises mixtes). Dans cette convergence, l'importance de la propriété étrangère est de nature à faire évoluer la structure de gouvernance vers les normes internationales, celles du modèle hybride évoqué plus haut. La transformation progressive des fonds d'investissement de privatisation en véritables investisseurs institutionnels contribue aussi à cette évolution. Cela suffira-t-il à résoudre les graves problèmes affectant le gouvernement d'entreprise qui se sont accumulés pendant les quatorze premières années de la transition ?

Plus encore que dans les économies occidentales après l'affaire Enron, le gouvernement d'entreprise est confronté à de sérieux problèmes dans les PET, dont les plus graves sont la corruption, les malversations, le détournement et l'appropriation illégale des actifs, et le blanchiment des capitaux ainsi acquis. La lutte contre la corruption et le blanchiment étant une priorité, l'amélioration du gouvernement d'entreprise y est donc une tâche immense et de longue haleine qui n'évitera sans doute pas des procédures judiciaires. Par-delà celles-ci, quelques suggestions peuvent être avancées, du point de vue de ce que l'acquis communautaire pourrait apporter aux PET qui appartiennent à la prochaine vague de l'élargissement européen. L'un des problèmes les plus préoccupants dans tous les PET est aujourd'hui d'assurer la protection des actionnaires, en particulier des actionnaires minoritaires, très exposés aux abus de pouvoir des détenteurs de blocs d'actions (oligarques) et plus encore aux agissements des managers. Il n'existe pas ou très peu d'associations de défense des actionnaires minoritaires. La transparence du gouvernement d'entreprise doit être accrue par une législation et des régulations



ouvrant l'accès aux registres des actionnaires (accaparés par les managers et les oligarques). Le fonctionnement des CA est peu satisfaisant (en termes d'audit et de supervision des rémunérations notamment) et devrait être amélioré par la présence d'administrateurs indépendants (très peu répandue). Des règles comptables claires, l'indépendance des audits et la publication des données financières doivent être imposées comme pratiques courantes, encore plus que dans les capitalismes occidentaux après l'affaire Enron. Des sanctions doivent être prévues pour la diffusion (par les managers) d'informations fausses ou biaisées. Une concurrence accrue sur les marchés des biens et services des PET devrait réduire l'importance du problème de la gouvernance, dans la mesure où elle limitera le pouvoir discrétionnaire des dirigeants et des managers. Quant aux marchés financiers, leur régulation doit devenir plus effective. À cet égard, les pays qui entreront dans l'UE en mai 2004, vont progresser plus rapidement que les autres PET. Les prérogatives et l'efficacité des organismes de tutelle et de régulation des marchés financiers (qui, dans les PET, connurent des scandales financiers bien avant l'affaire Enron, dès les premières privatisations) doivent être renforcées. Tant que le gouvernement d'entreprise ne sera pas devenu plus transparent et responsable, et ses décisions plus prévisibles, les firmes des PET auront une faible probabilité de résoudre leurs problèmes de financement et d'attirer des investisseurs institutionnels. L'élargissement européen devrait modifier la donne à cet égard.

NOTES

1. La première réaction des managers et du personnel était souvent de résister à la privatisation, suspectée de réduire les sureffectifs de l'EPE ; selon les PET, la population tout entière était plus (Pologne) ou moins (Russie, CEI) favorable aux privatisations.
2. Une stratégie de développement organique du secteur privé et de privatisation économiquement efficace (par ventes d'actifs) ne fut soutenue que par une minorité d'économistes au début des années 1990, notamment Włodzimierz Brus, David Ellerman, Kasimierz Laski, Ronan Mc Kinnon, Lubomir Mlcoch, Peter Murrell, Gérard Roland, David Stark et, plus tard, Joseph Stiglitz (2000). Cette analyse resta minoritaire jusqu'à ce que la Banque mondiale (World Bank, 2002) reconnaisse que la privatisation de masse et la remise des entreprises à leurs salariés se sont avérées être des méthodes de privatisation inefficaces et qu'elle recommande désormais de favoriser la création de *start-ups* et la privatisation par vente directe des EPE au cas par cas.
3. Le contrôle peut être acquis avec seulement une participation minoritaire au capital sous certaines conditions (voir Andreff, 1996). Une minorité de blocage (fixée par exemple à 25 % dans les sociétés en Hongrie) suffit parfois à faire prévaloir les décisions de l'investisseur étranger, mais peut être une source de conflit avec les actionnaires résidents ou l'État encore actionnaire (ce qui fut observé en Hongrie et dans les autres PET).
4. Environ 90 % des reventes d'actions en République Tchèque et en Russie se sont effectuées hors marché, après les programmes de privatisation de masse de ces pays.



5. Dans les firmes privatisées de tous les PET, selon une vaste enquête de la BERD, à peine un tiers des anciens managers a été remplacé. Parmi les nouveaux directeurs d'entreprise, 40 % proviennent de l'extérieur de la firme et 60 % sont des managers de la firme promus au poste de directeur (EBRD, 1999).
6. On peut voir dans cet égalitarisme de la privatisation de masse, soit un relent de socialisme ou de communisme, soit un effet de la théorie des droits de propriété considérant que toute la population est le véritable actionnaire des EPE, soit une manière de vaincre la résistance de la population au programme de privatisation (Boycko *et al.*, 1995), soit un moyen, pour les partis politiques au pouvoir, « d'acheter » leur victoire aux prochaines élections (par exemple en République Tchèque).
7. On propose ailleurs (Andreff, 2003b) une critique de cette analyse en la fondant à la fois sur des contradictions entre le théorème de Coase et la théorie de la firme antérieurement proposée par Coase (1937) et sur la totale inadéquation entre les hypothèses requises par le théorème de Coase et la situation d'une économie post-soviétique (coûts de transaction extrêmes, absence de marché des titres...).
8. De récentes accusations et procédures judiciaires lancées contre MM. Khodorkovski et Abramovitch pourraient laisser penser que l'administration Poutine envisage de remettre en cause les accessions les plus frauduleuses au gouvernement des meilleures entreprises russes. Une hypothèse alternative est celle d'une lutte entre une partie de cette administration (issue des services secrets) et les oligarques, pour répartir les actifs. Une troisième interprétation, plus politique, serait la volonté du président Poutine de prévenir les ambitions (et l'opposition) politiques des oligarques, ce qui a déjà conduit MM. Berezovski et Goussinski, sous la menace, à s'exiler.
9. Une EPE est transformée en SA puis vendue par offre publique de vente, le plus souvent à son personnel, puisque cette opération requiert son accord préalable ; les salariés peuvent acquérir 20 % du capital à moitié prix et désigner un tiers des membres du conseil de surveillance.
10. Vente, apport d'actifs ou location à taux bonifié (*leasing*) d'actifs d'une EPE pour la création d'une nouvelle entreprise dont les propriétaires sont le plus souvent les salariés de l'EPE, puisque l'approbation préalable de son conseil ouvrier est requise.
11. En Russie et dans les pays de la CEI, l'importance relative de l'IDE est nettement inférieure et les institutions favorisant la création légale de nouvelles entreprises privées sont moins stabilisées (et sont contournées) qu'en Europe Centrale et Orientale.
12. En République Tchèque, Nomura achète 36 % de Investicni a Postovni Banka (1998), la banque belge KBC acquiert 65,7 % de Ceskoslovenska Obchodni Banka (1999), Erste Bank 52 % de Ceska Sportitelna (2000) et la Société Générale 60 % de Komerčni Banka (2001). En Pologne, 48 des 71 banques en activité en 2001 sont sous contrôle étranger.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. (1997), « Le capitalisme au tournant du siècle », préface à la réédition de *Régulation et crises du capitalisme*, Paris : Odile Jacob.
- ANDREFF W. (1992), « French Privatization Techniques and Experience : A Model for Central-Eastern Europe ? », in F. Targetti, ed., *Privatization in Europe : West and East Experiences*, Aldershot : Dartmouth.
- ANDREFF W. (1993), *La crise des économies socialistes. La rupture d'un système*, Grenoble : Presses Universitaires de Grenoble.
- ANDREFF W. (1995), « Les entreprises du secteur public : conditions du succès de la transition », dans W. Andreff, dir., *Le secteur public à l'Est. Restructuration industrielle et financière*, Paris : L'Harmattan.
- ANDREFF W. (1996), « Corporate Governance of Privatized Enterprises in Transforming Economies : A Theoretical Approach », *MOCT-MOST*, 6 (2), 1996, 59-80.
- ANDREFF W. (1999), « Privatisation et gouvernement d'entreprise dans les économies en transition », *Économie internationale*, 77, 97-129.

- ANDREFF W. (2002), « The New Multinational Corporations from Transition Countries », *Economic Systems*, 25 (4), 371-379.
- ANDREFF W. (2003a), « Twenty Lessons from the Experience of Privatisation in Transition Economies », dans W. Andreff, Y. Kalyuzhnova (2003).
- ANDREFF W. (2003b), « Post-Soviet Privatisation in the Light of the Coase Theorem. Transaction Costs and Governance Costs », dans A. Gretchenko, A. Oleynik (2003), eds., *Institutional Economics and its Applications to the Analysis of Post-soviet Economies*, Moscou (à paraître en russe).
- ANDREFF W. (2003c), « Russian Privatisation at Bay : Some Unresolved Transaction and Governance Costs Issues in Post-soviet Economies », dans A. Gretchenko, A. Oleynik (2003), eds., *supra*.
- ANDREFF W. (2003d), « Les firmes multinationales russes. L'investissement direct à l'étranger de la Russie », *Informacion Comercial Espanola. Revista de Economia* (à paraître en espagnol).
- ANDREFF W., Y. KALYUZHNOVA (2003), eds., *Privatisation and Structural Change in Transition Economies*, London : Palgrave.
- ANDREFF W., A. RADYGIN, G. MALGINOV (1996), « The Typical Ownership of Russian Enterprises : Main Investors and Corporate Governance », Institute for the Economy in Transition, Moscow, mimeo.
- AUKUTSIONEK S., I. FILATOCHEV, R. KAPELYUSHNIKOV, V. ZHUKOV (1998), « Dominant Shareholders, Restructuring and Performance of Privatised Companies in Russia : An Analysis and Some Policy Implications », *Communist Economies & Economic Transformation*, 10 (4), 495-517.
- BALTOWSKI M., T. MICKIEWICZ (2000), « Privatisation in Poland : Ten Years After », *Post-Communist Economies*, 12 (4), 425-443.
- BECHT M., C. MAYER (2002), « Corporate Control in Europe », *Revue d'Economie Politique*, 112 (4), 471-512.
- BEDNAROVA E. (2001), « La structure et les performances du système bancaire tchèque en transition », thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université de Paris I.
- BERGLÖF E., P. BOLTON (2002), « The Great Divide and Beyond : Financial Architecture in Transition », *Transition Newsletter*, 13 (6), 8-12.
- BLASI J., M. KROUMOVA, D. KRUSE (1997), *Kremlin Capitalism. Privatizing the Russian Economy*, Ithaca : Cornell University Press.
- BOUTILLIER M., A. LABAYE, C. LAGOUTTE, N. LEVY, V. OHEIX (2002), « Financement et gouvernement des entreprises : exceptions et convergences européennes », *Revue d'Economie Politique*, 112 (4), 499-544.
- BOYCKO M., A. SHLEIFER, R. VISHNY (1995), *Privatizing Russia*, Cambridge, Mass. : The MIT Press.
- COASE R. H. (1937), « The Nature of the Firm », *Economica*, November, 386-405.
- DJANKOV S., P. MURRELL (2002), « Enterprise Restructuring in Transition : A Quantitative Survey », *Journal of Economic Literature*, 40, 739-792.
- DUCHÈNE G., P. RUSIN (2003), « New Private Sector and Growth. A Tale of Two Economies in Transition : Poland and Romania Compared », dans W. Andreff, Y. Kalyuzhnova (2003).
- DUDZINSKI A., K. SZYMKIEWICZ (2003), « Privatisation of Banks and Firms : the Polish Route », dans W. Andreff, Y. Kalyuzhnova (2003).
- EBRD (1999), *Transition report 1999*, European Bank for Reconstruction and Development, London.
- EBRD (2002), *Transition report 2002*, European Bank for Reconstruction and Development, London.
- FILATOCHEV I., M. WRIGHT, M. BLEANEY (1999), « Privatization, Insider Control and Managerial Entrenchment in Russia », *Economics of Transition*, 7 (2), 481-504.
- GEOFFRON P. (1999), « Quelles limites à la convergence des modèles de corporate governance ? », *Revue d'Economie Industrielle*, n° 90, 77-89.
- JEFFERS E., D. PLIHON (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », *Revue d'Economie Financière*, n° 63, 137-152.
- KOGUT B., A. SPICER (2002), « Capital Market Development and Mass Privatization Are Logical Contradictions : Lessons from Russia and the Czech Republic », *Industrial and Corporate Change*, 11 (1), 1-37.

KORNAT J. (1990), *The Road to a Free Economy. Shifting from a Socialist System. The Example of Hungary*, New York : W. W. Norton.

LABARONNE D. (1998), « Les lenteurs de la privatisation en Europe de l'Est : une conséquence de la stratégie d'enracinement des managers », *Revue d'Economie Politique*, 108 (5), 672-689.

MEGGINSON W.L., J.-M. NETTER (2001), « From State to Market : A Survey of Empirical Studies on Privatization », *Journal of Economic Literature*, 39, 321-389.

MERTLIK P. (1996), « Czech Privatization : From Public Ownership to Public Ownership in Five Years ? », dans B. Blaszczyk, R. Woodward, eds., *Privatization in Post-Communist Countries*, Warsaw : CASE.

NELLIS J. (2002a), « The World Bank, Privatization, and Enterprise Reform in Transition Economies. A Retrospective Analysis », *Transition Newsletter*, 13 (1), 17-21.

NELLIS J. (2002b), « The World Bank, Privatization and Enterprise Reform in Transition Economies : A Retrospective Analysis », Center for Global Development, Washington D.C., mimeo.

NESTOR S. (2002), « Corporate Reform in Russia and the Former Soviet Union : The First Ten Years », dans G. Tumpel-Gugerell, L. Wolfe, P. Mooslechner, eds., *Completing Transition : The Main Challenges*, Heidelberg : Springer.

PLIHON D., J.-P. PONSSARD, P. ZARLOWSKI (2001), « Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise ? Une hypothèse de double convergence », *Revue d'économie financière*, n° 63, 35-51.

POLLIN J.-P. (2003), « Quel système de gouvernement d'entreprise pour l'Europe ? », dans Le Cercle des Economistes, *L'Europe et la gouvernance mondiale*, Paris : Descartes & Cie.

RADYGIN A. (2000), « Ownership and Control of the Russian Industry », OECD Roundtable on Corporate Governance, www.oecd.org/daf/corporate-affairs.

RUSIN P. (2002), « La privatisation de l'économie par création d'entreprises : Une nouvelle approche de la transition. Le cas de la Pologne », thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université de Paris I.

SACHS J.-D. (1991), « Accelerating Privatization in Eastern Europe », *World Bank Conference on Development Economics*, Washington D.C., April 25 & 26.

SHLEIFER A., R.W. VISHNY (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, 52, June, 737-783.

STIGLITZ J. (2000), « Quis custodiet ipsos custodes ? Les défaillances du gouvernement d'entreprise dans la transition », *Revue d'Economie du Développement*, 1-2, juin, 33-70.

UNCTAD (2002), *World Investment Report. Transnational Corporations and Export Competitiveness*, United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva.

VAGLIASINDI M., P. VAGLIASINDI (2003), « Privatisation Methods and Enterprise Governance in Transition Economies », dans W. Andreff, Y. Kalyuzhnova (2003).

VINCENSINI C. (2003), « Les trajectoires nationales de propriété en Pologne, Hongrie et République Tchèque. Une analyse comparative du changement institutionnel post-socialiste », thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université de Paris I.

WORLD BANK (2002), « Transition - The First Ten Years : Analysis and Lessons for Eastern Europe and the Former Soviet Union », Washington D.C., January.

