

2. ÉCLAIRAGE GÉOGRAPHIQUE

PRIVATISATION ET MARCHÉS BOURSIERS ÉMERGENTS : LES EXPÉRIENCES POLONAISE ET TCHÈQUE

OLIVIER BOUIN * ET JEAN-FRANÇOIS NIVET **

L'objectif de cet article est de présenter, dans le contexte de la transition économique engagée en Europe centrale et orientale, la relation existant entre, d'une part, les programmes de privatisation d'entreprises publiques et, d'autre part, le développement des marchés boursiers. Les structures économiques initiales de ces pays — caractérisées par la faiblesse du secteur privé ainsi que le caractère embryonnaire des mécanismes et des institutions de marché — confèrent une nature spécifique à cette relation privatisation-marché boursier. Dans le contexte post-socialiste, les privatisations ont pour objectif d'accélérer la recréation du secteur privé. Elles ne visent pas le simple rééquilibrage des parts relatives des secteurs public et privé dans les économies nationales, comme ce fut le cas dans la plupart des pays développés ou en développement au cours de la décennie 80. En outre, le transfert d'entreprises du secteur d'Etat vers des agents privés ne peut bénéficier d'un environnement de marché lors des opérations de cession. La mise en oeuvre des privatisations (évaluation des actifs de l'entreprise, fixation du prix de cession, mode de placement des titres...) relève alors de la quadrature du cercle.

La volonté des gouvernements réformateurs de recréer simultanément et à brève échéance un socle de propriété privée et une régulation par le marché place la relation entre privatisation et émergence des marchés boursiers dans une configuration extrême. La transférabilité des droits de

147

* Centre de Développement, OCDE.

** DELTA, Paris.

Les opinions exprimées dans cet article le sont sous la responsabilité des auteurs et ne représentent pas nécessairement celles des organismes auxquels ils sont rattachés. Jean-François Nivet tient à remercier le Commissariat Général au Plan pour son soutien financier.

propriété — ici la négociabilité des actions — joue un rôle capital dans la justification de la réintroduction de la propriété privée par la privatisation¹. En facilitant l'échange de titres des entreprises privatisées, les structures boursières permettent la concrétisation des avantages attendus de la société anonyme privée, forme qui théoriquement assure la plus grande efficacité économique. Inversement, la privatisation est un élément déterminant dans le processus de création des marchés primaire et secondaire de titres². L'introduction à la cote d'entreprises issues de la privatisation représente — au moins lors des premières étapes — la matière essentielle à l'émergence des structures boursières.

Le présent article tente de montrer dans quelle mesure la stratégie de réintroduction de la propriété privée par le biais des programmes de privatisation conditionne le développement des structures boursières et l'impact qu'elles produiront sur la période de transition. Pour illustrer notre propos, nous analyserons les effets respectifs des programmes de privatisation polonais et tchèque sur la Bourse de Varsovie et la Bourse de Prague. L'intérêt de cette comparaison est triple :

(i) Les deux places boursières ont été développées sur la base d'un même modèle, celui de la Bourse de Lyon. Le point de départ de l'analyse est identique et permet en conséquence de mesurer l'influence des privatisations sur le développement des structures boursières.

(ii) Les choix opérés en matière de stratégie de privatisation en Pologne et en République tchèque ne confèrent pas aux marchés boursiers un rôle similaire et nécessitent de ce fait une organisation différente.

(iii) Les progrès enregistrés à ce jour par les programmes de privatisation dans les deux pays ont engendré un développement contrasté des marchés de titres.

1 - Les programmes de privatisation polonais et tchèque³

La réintroduction de la propriété privée dans les pays d'Europe centrale et orientale a rapidement été perçue comme un élément fondamental de la

¹ Pour une justification de la privatisation en Europe centrale et orientale centrée sur la théorie des droits de propriété, se reporter à Winiecki (1991).

² Au Chili, au Mexique et en Malaisie, les importants programmes de privatisation mis en oeuvre au cours de la décennie 80 n'ont fait que dynamiser — certes de manière décisive — les structures boursières existantes. Recréer un marché boursier par les seules opérations de privatisation est un problème d'une nature différente.

³ Les programmes de privatisation polonais et tchèque comprennent un grand nombre de méthodes pour réaliser le transfert de la propriété d'Etat au secteur privé. Nous limiterons notre analyse aux seules composantes de ces programmes ayant une connexion directe avec les marchés boursiers.

transition vers l'économie de marché. D'une part, la propriété étatique des moyens de production, et les problèmes d'incitation et d'inefficacité qui en résultent, ont été identifiés comme une cause essentielle de l'échec des économies socialistes. D'autre part, l'observation des principales caractéristiques des économies de l'OCDE — qui représentent, malgré leur diversité, des figures de l'état ultime de la transformation — met en évidence la forte domination des formes de propriété privée et le rôle décisif des forces de marché comme mode de coordination de ces économies. Compte tenu de la part hégémonique du secteur d'Etat dans les économies socialistes en 1989, une stratégie de croissance graduelle du secteur privé, basée sur l'émergence spontanée d'entrepreneurs schumpétériens et leur développement cumulatif, a été écartée au profit d'une approche plus radicale.

La volonté de privatiser à brève échéance une fraction significative du secteur d'Etat apparaît d'autant plus nécessaire que les capacités de l'administration à engager et mettre en oeuvre le processus de restructuration des entreprises s'avéraient limitées. L'ajustement micro-économique était laissé pour une large part à l'initiative des futurs propriétaires privés. Les pays d'Europe centrale et orientale, notamment le Pologne et l'ex-Tchécoslovaquie, ont alors défini d'ambitieux programmes de privatisation. Les gouvernements polonais et tchécoslovaque ont toutefois rapidement pris conscience de la difficulté de réformer radicalement la structure de propriété par des moyens conventionnels (cession d'actions ou d'actifs à des repreneurs locaux ou étrangers, offre publique de vente, rachat d'entreprises par la direction ou les employés...).

149

Les difficultés d'évaluation des entreprises dans un environnement nouveau et instable, les ressources financières limitées des potentiels investisseurs locaux, le caractère peu attractif d'un nombre important d'entreprises publiques ont conduit les gouvernements réformateurs de ces deux pays à envisager — en complément de ces méthodes conventionnelles — la mise en oeuvre d'une privatisation de masse fondée sur une distribution quasi-gratuite de la propriété d'Etat à la population⁴. Cependant, la spécificité de leurs objectifs de départ et des modalités de transfert de la propriété ont conduit à une différenciation des stratégies de privatisation polonaise et tchécoslovaque. Les problèmes de mise en oeuvre de ces programmes, alliées à des conditions de départ et un environnement différents, n'ont fait que renforcer les divergences initiales.

La stratégie polonaise en matière de transfert des entreprises d'Etat au

⁴ Se reporter à Borensztein et Kumar (1991) pour une présentation analytique des différentes propositions de privatisation de masse et à Frydman, Rapaczynski et Earle (1993) pour une description des programmes nationaux de privatisation de masse.

secteur privé témoigne des difficultés relatives à la privatisation dans le contexte post-socialiste⁵. Le gouvernement polonais a dans un premier temps privilégié la privatisation par offre publique de vente (OPV). Cette méthode a été initiée en novembre 1990 par l'offre de 5 entreprises. Des opérations similaires de privatisation par OPV ont été effectuées, portant à 24 le nombre d'entreprises introduites en Bourse en trois ans⁶. Ce rythme de privatisation — qui apparaîtrait satisfaisant à nombre de gouvernements occidentaux — s'est avéré très en deçà des ambitions initiales.

La complexité des étapes préliminaires ainsi que la prudence entourant chaque opération d'appel à l'épargne populaire contribuent à expliquer cette relative lenteur. Chaque entreprise, transformée préalablement en société anonyme, doit faire l'objet d'une évaluation détaillée de la valeur de ses actifs et de ses résultats financiers. Cette évaluation débouche sur la question épineuse du cours de souscription des actions (qui ne doit être ni trop élevé pour ne pas décourager les éventuels acheteurs, ni trop bas pour éviter les accusations de bradage du patrimoine national)⁷. Compte tenu du coût intrinsèque des opérations d'expertise et de placement et de l'insuffisance de l'épargne domestique, le gouvernement polonais a proposé un schéma de privatisation de masse pour accélérer et dynamiser l'ensemble du processus⁸.

150

Ce programme s'est heurté pendant deux années aux refus répétés du Parlement de voter la loi en définissant les modalités. Dans la version adoptée en avril 1993, il consiste en la création d'une vingtaine de Fonds Nationaux d'Investissement (FNI), auxquels seront distribués 60% des actions de 400 entreprises enregistrant des performances économiques et financières supérieures à la moyenne⁹. Ces FNI, gérés pour partie par des spécialistes étrangers, seront chargés de diriger et de restructurer les entreprises en question. Les actions de chacun de ces FNI feront l'objet, moyennant une somme modique (10% du salaire mensuel moyen), d'un transfert aux citoyens polonais désireux de participer à la redistribution de

5 Blaszczyk et Dabrowski (1993) présentent de manière détaillée les différentes composantes de la politique de privatisation polonaise.

6 Précisément, 22 OPV et 2 entreprises privées locales introduites en Bourse (par le biais d'une ouverture de leur capital).

7 L'écart très important entre le cours de souscription (500.000 zlotys) et le premier cours coté (6.750.000 zlotys) observé à la suite de l'OPV de la banque Slaski au début de l'année 1994 a engendré une crise politique majeure se soldant notamment par la démission du Vice-Ministre puis du Ministre des Finances.

8 La référence pionnière concernant une proposition de privatisation de masse en Pologne est Lewandowski et Szomburg (1989). Lipton et Sachs (1990), en s'appuyant sur la situation polonaise, ont justifié le recours à la privatisation de masse et proposé un schéma longtemps assimilé au programme développé par le gouvernement polonais.

9 Chaque FNI obtiendra des participations significatives (33%) dans un nombre limité d'entreprises et des participations plus faibles dans toutes les autres.

la propriété d'Etat. Après une année d'activité des FNI et la publication de leurs premiers résultats, les actions des FNI pourront être échangées en Bourse. Le programme de privatisation de masse est entré dans une phase active de sélection des gestionnaires des FNI et de répartition des entreprises entre FNI au premier semestre 1994.

L'approche est très différente dans l'ex-Tchécoslovaquie. Les objectifs formidablement ambitieux du gouvernement fédéral en matière de privatisation ont imposé dès le départ de recourir de manière décisive à une procédure non-conventionnelle¹⁰. Selon les listes publiées durant l'été 1991, les trois-quarts des entreprises du secteur d'Etat devaient être privatisées avant cinq ans (4.200 entreprises sur les 5.500 recensées, soit la quasi-totalité des entreprises commerciales). Deux vagues de privatisation ont été organisées, chacune s'appuyant sur la tenue d'enchères offrant plusieurs centaines d'entreprises publiques et ouvertes à tous les citoyens tchécoslovaques. Le principe est le suivant. Tout citoyen tchécoslovaque adulte pouvait obtenir, contre le paiement d'un montant forfaitaire équivalent environ à une semaine de salaire, le numéraire d'échange (1.000 points d'investissement) permettant de participer à ces enchères. Les enchères ont constitué le mécanisme assurant la conversion des points d'investissement en actions d'entreprises¹¹.

Dans le cadre des enchères de la première vague, l'offre a été composée de 300 millions d'actions provenant de près de 1.500 entreprises. Le transfert de propriété a porté sur un capital total de près de 300 milliards de couronnes (environ 60 milliards de francs soit, à titre de comparaison, près de 30% du PIB de 1991). De nombreuses entreprises de renom ont été offertes aux enchères : la Compagnie Nationale d'Electricité, la Caisse d'Epargne tchèque, les compagnies d'assurance tchèque et slovaque, les deux grandes banques commerciales tchèque et slovaque, la plus grande entreprise de construction électrique, pour ne citer que quelques exemples.

151

10 La méthode des coupons d'investissement ne concerne qu'une fraction des entreprises privatisées et a souvent été combinée à d'autres formes de transfert de propriété (vente à un repreneur privé, transfert au Fonds National de Propriété, appels d'offre). Pour une analyse détaillée de la politique de privatisation dans l'ex-Tchécoslovaquie, voir Bouin (1993) et Svejnar et Kortba (1993).

11 Moyennant 1.000 couronnes de droit d'entrée, chaque citoyen pouvait escompter obtenir un capital d'une valeur nominale de 100.000 couronnes. La participation populaire a dépassé toutes les prévisions — jusqu'à atteindre les trois-quarts de la population adulte — ce qui a fortement réduit la valeur moyenne du capital distribué par participant (voir Tableau 1).

Tableau 1
Données principales des enchères de la privatisation

	Première vague		Deuxième vague
	Total	dont RT	RT
Nombre total d'entreprises	1492	988	861 (d)
Valeur comptable des actifs (a)	568,6	425,1	--
Montant total du capital offert (a)	299,4	212,5	155,0
Nombre de participants (b)	8,56	5,98	6,17
Valeur du capital par participant (c)	35,6		25,1

Note: (a) en milliards de Kcs, (b) en millions, (c) en milliers de Kc, (d) dont 185 entreprises issues de la première vague. Une couronne tchécoslovaque (Kcs) puis tchèque (Kc) vaut 0,2 Francs.

152

En dépit du caractère pionnier et complexe que revêtait la gestion d'un processus d'une telle envergure, cinq tours d'enchères ont été réalisés au cours de l'année 1992¹². Ils ont permis de placer 280 millions de titres auprès de 430 Fonds d'Investissement pour la Privatisation (FIPs)¹³ et plusieurs millions d'investisseurs individuels, ayant décidé de participer directement aux enchères. Les actions ont été allouées au deuxième trimestre de l'année 1993. Ainsi, débutée en février 1991, la première vague de privatisation a été achevée en deux ans¹⁴. La deuxième vague de privatisation a été engagée dès le second semestre 1992. Elle devrait être terminée au premier trimestre 1995. Les enchères de cette deuxième vague (uniquement en République tchèque) ont commencé en mars 1994.

Tant en Pologne qu'en République tchèque, la réouverture des marchés de titres et leur développement ont quasi-exclusivement dépendu des opérations de privatisation. Ils reflètent en conséquence à la fois la conception et l'état d'avancement des programmes de privatisation poursuivis. En République tchèque, le redémarrage de la Bourse repose sur l'organisation d'un marché secondaire à la suite de la privatisation par coupons. L'impératif immédiat est de constituer un interface d'échange pour des transactions portant sur plusieurs centaines d'entreprises. En

¹² Bouin (1994) propose une analyse détaillée des enchères de la première vague de privatisation par coupons.

¹³ Les détenteurs de coupons pouvaient confier leurs points d'investissement à des organismes de placement collectif qui se chargeaient de constituer un portefeuille d'actions dans le cadre des enchères.

¹⁴ Officiellement, la première vague a été terminée fin janvier 1993. Toutefois, les problèmes liés à la séparation des Républiques tchèque et slovaque (le processus d'enchères était fédéral) ont retardé la distribution effective des actions à la population et aux FIPs.

Pologne, l'introduction périodique d'entreprises privatisées à la Bourse de Varsovie a créé les conditions d'une mise en place graduelle d'un marché étroit mais structuré.

2 - Quels développements pour les marchés de titres ?

A la lumière des développements précédents, quatre différences essentielles peuvent être mises en évidence quant à l'émergence des marchés de titres.

(i) En transférant simultanément plusieurs centaines d'entreprises publiques et en créant plusieurs millions d'actionnaires individuels, la privatisation par coupons tchécoslovaque a créé les conditions d'un marché secondaire des titres très actif. Cette «pression» sur le marché est à l'évidence très différente de celle induite par le programme de privatisation polonais. Elle a motivé en République tchèque le démarrage de deux structures concurrentes d'échange de titres. Aux côtés de la Bourse de Prague, un système de gestion informatique des transactions, le RM-System, a été activement développé. Conçu par les pères de la privatisation par coupons, il en prolonge la logique à deux niveaux. D'une part, il fonctionne comme un marché directement accessible par les détenteurs de titres par le biais d'une collecte des ordres décentralisée et ne nécessitant pas le recours à des intermédiaires financiers spécialisés. D'autre part, le RM-System rend possible les échanges de titres les 1.000 entreprises privatisées dans le cadre de la première vague, alors que initialement la Bourse de Prague devait uniquement traiter les titres des grandes entreprises. La réaction des autorités boursières a été d'engager — quelques semaines seulement après les premières transactions sur le RM-System — la cotation de la quasi-totalité des entreprises de la privatisation par coupons. En conséquence, deux structures d'échange de titres organisent simultanément des transactions portant sur les mêmes entreprises.

(ii) Les différentes méthodes de privatisation aboutissant à une introduction des entreprises en Bourse ne livrent pas une information comparable pour le démarrage des transactions sur le marché secondaire. Dans le cadre des OPV polonaises, les intervenants sur le marché disposent à la fois d'une information détaillée concernant l'évaluation des actifs réalisée par les experts gouvernementaux et d'un prix de référence pour le démarrage des échanges en Bourse (le cours de souscription des titres). Dans le cas tchèque, les enchères de la privatisation par coupons, organisées avec un numéraire d'échange non-monnaire (les points d'investissement), n'ont pas produit de prix de référence en vue du démarrage du marché secondaire des titres. La définition des premiers prix réels a constitué le principal objectif des deux structures d'échange mises en place en Répu-

blique tchèque. En outre, l'information disponible pour les intervenants apparaît très sommaire. Jusqu'au premier trimestre 1994, les seules informations économiques et financières concernant les entreprises remontaient au commencement des enchères de la privatisation par coupons. Conscients de cette déficience, les autorités tchèques ont supervisé la publication par chaque entreprise inscrite à la cote de la Bourse de Prague d'un document concernant leur situation économique et financière.

(iii) Si les conditions informationnelles du démarrage du marché boursier renvoient aux méthodes de privatisation employées, l'organisation des transactions résultent des règles de fonctionnement propres à chaque place boursière. Sur ce plan, la Bourse de Varsovie bénéficie de textes de lois plus complets que sa consœur de Prague. Toutes les entreprises enregistrées à la Bourse de Varsovie font l'objet de cotations officielles. En République tchèque, seulement 14 entreprises sur les 1.000 inscrites à la cote font l'objet en juin 1994 d'une cotation officielle, alors qu'à la fin de l'année 1993, on en dénombrait que 4. La quasi-totalité des titres figure donc au hors-cote. Le contrôle des opérations boursières a été institué dès le démarrage des cotations à la Bourse de Varsovie (la loi du 22 mars 1991 a notamment créé la Commission des Valeurs Mobilières) alors que la Bourse de Prague fonctionne toujours sous la tutelle du Ministère tchèque des Finances. Les autorités tchèques souhaitent combler cette lacune réglementaire inquiétante dans les mois à venir.

(iv) La rapide montée en puissance des Bourses polonaise et tchèque repose sur des bases très différentes. Les indices du démarrage spectaculaire de la place de Varsovie depuis sa réouverture en avril 1991 sont nombreux¹⁵. Le nombre de titres cotés est passé de 9 fin 1991 à 16 fin 1992 puis à 23 fin 1993. Cet élargissement des possibilités d'investissement s'est accompagné d'un accroissement spectaculaire des échanges : le nombre de titres échangés a ainsi atteint 107 millions d'actions en 1993 contre 1,7 et 11,6 millions respectivement en 1991 et en 1992. Après deux années de stagnation des cours, l'année 1993 a enregistré une croissance record de l'indice de 1100%, le PER moyen passant de 3 à 28! Même si le faible niveau des cours de 1992, l'amélioration relative des performances des entreprises cotées ou les premiers signes macroéconomiques de reprise constituent des éléments d'explication de cette hausse spectaculaire, la présence d'une bulle spéculative renforcée par la relative étroitesse du marché s'avère vraisemblable. La Bourse de Varsovie est en outre encore loin d'être comparable aux marchés émergents de certains pays en développement (cf tableau 2).

15 Pour une analyse plus complète du développement de la Bourse polonaise, voir Nivet (1994).

Tableau 2
Indicateurs du développement des marchés boursiers, fin 1993

	Nombre de sociétés cotées	Capitalisation boursière (a)	Valeur des échanges (a)
Pologne (b)	23	2,1	2,6
Rép. Tchèque (b)	1100	10,8	0,2 (d)
Chili (c)	263	44,9	2,8
Mexique (c)	190	200,9	63,7
Thaïlande (c)	347	127,5	83,8

Note et source : (a) en milliards de US\$, (b) Euromoney, (c) FIBV, (d) avril-décembre

Les seules introductions en Bourse envisagées pour le second semestre 1994 ne devraient pas modifier fondamentalement cette situation¹⁶. La distribution à la population du capital d'une vingtaine de holdings (FNI) dans le cadre de la privatisation de masse interviendra dans la meilleure des configurations à la fin de l'année 1995. Elle constituera un second souffle pour le Bourse de Varsovie. L'échange des titres des FNI sur le marché pourra être accompagné par l'échange de titres de certaines entreprises contrôlées par les FNI, si ceux-ci décident leur introduction en Bourse. L'expérience accumulée par les différents intervenants devrait alors permettre à la Bourse de Varsovie de «digérer» le programme polonais de privatisation de masse.

155

Réouverte en avril 1993, la Bourse de Prague a été confrontée — dès le mois de juin — à l'introduction simultanée de plusieurs centaines d'entreprises de la première vague de privatisation. Initialement, les échanges officiels ont été réduits, la demande de titres exprimée sur le marché s'avérant très faible. En outre, lors des premières semaines de transactions, la quasi-totalité des échanges ont été réalisés en dehors du marché. Ils étaient essentiellement le fait des FIPs souhaitant restructurer leurs portefeuilles constitués lors des enchères de la privatisation par coupons. Ces négociations de blocs de titres de gré à gré étaient simplement notifiées au Registre Central, le volume des transactions ainsi que leur montant demeurant confidentiels. Ces échanges directs ont limité *stricto sensu* la liquidité du marché lors du démarrage des cotations¹⁷. Celle-ci demeure réduite par la dualité des marchés de cotation, Bourse de Prague et RM-System.

Trois facteurs ont ensuite contribué à la croissance rapide du volume

¹⁶ Une dizaine d'entreprises ont été identifiées pour une prochaine introduction en Bourse.

¹⁷ Notons que de telles transactions sont interdites à la Bourse de Varsovie.

des transactions. En premier lieu, la démonstration de la viabilité des outils de cotation a conduit de nombreux FIPs à réaliser leurs échanges de blocs de titres sous l'égide du marché boursier. Ces négociations directes représentaient fin 1993 près de 80% des transactions enregistrées par la Bourse de Prague. En second lieu, la forte baisse initiale des cours (près de 40% par rapport aux premiers prix proposés) a stimulé la demande de titres. La reprise du marché — soutenue par des investisseurs institutionnels — a été vive à la fin de l'année 1993 et s'est poursuivie jusqu'au début de l'année 1994. En dernier lieu, le nombre d'entreprises inscrites sur le marché a augmenté pour atteindre 970 entreprises dès août 1993. Le flux de nouveaux titres a été ultérieurement assuré par l'émission des actions des 250 FIPs tchèques¹⁸. L'augmentation des volumes de transactions (atteignant 80 millions de dollars par mois fin 1993) et la forte hausse de l'indice des valeurs de référence (+ 138% entre septembre et décembre 1993) ne doivent pas occulter la forte concentration des transactions (et, par conséquent, de la liquidité) sur quelques titres¹⁹. L'introduction de 676 nouvelles entreprises à l'issue de la seconde vague de la privatisation par coupons — à la fin de l'année 1994 — constituera un second choc d'offre pour les deux structures d'échanges de titres.

156 3 - *Quelle signification par rapport aux fonctions traditionnelles d'un marché boursier ?*

La réouverture des marchés boursiers polonais et tchèque représente une indéniable réussite technique. Cette réussite a répondu à la nécessité pour les économies en transition de se doter rapidement de ce segment important des marchés financiers. Le chemin parcouru et restant à parcourir par ces marchés émergents doit être apprécié par rapport aux fonctions traditionnelles d'une place boursière développée²⁰.

En premier lieu, l'émergence des marchés de titres n'a pas encore substantiellement stimulé les émissions sur le marché primaire. Une des

¹⁸ Les actions émises par les FIPs sont détenues par les participants de la privatisation par coupons ayant décidé de placer leurs points d'investissement dans ces structures de placement collectif.

¹⁹ Les transactions réalisées sur trois entreprises — la *Compagnie Nationale d'Énergie (CEZ)*, la plus grande banque commerciale tchèque (*Komerční Banka*) et la *Caisse d'Épargne tchèque (Česka Spořitelna)* — ont représenté en 1993 63% des transactions sur le marché.

²⁰ Des auteurs comme Stiglitz (1991), Corbett et Mayer (1992) ou Mayhew et Seabright (1993), contestent le bien fondé de l'analyse traditionnelle qui confère aux marchés boursiers un rôle important dans le contrôle externe des performances des entreprises. Bien que leurs analyses se réfèrent principalement aux marchés boursiers des pays développés, ils concluent que les marchés émergents des pays en développement et en transition sont encore moins à même d'assurer cette fonction de contrôle.

motivations pour l'émergence d'un marché boursier réside pourtant dans le partage du risque entre investisseurs et la mobilisation de l'épargne nationale ou étrangère pour permettre le financement d'une activité économique productive. A Prague, seulement cinq sociétés (quatre entreprises industrielles et une grande banque commerciale) ont émis, au cours de l'année 1993, des titres obligataires. A Varsovie, l'Etat demeure le seul émetteur sur le marché obligataire. Sur le plan du marché des actions, rares sont les entreprises qui ont procédé à des augmentations de capital. Ceci signifie que les marchés de titres restent tributaires des opérations de privatisation qui débouchent sur des introductions en Bourse. Malgré une tendance récente indiquant le développement possible des opérations d'augmentation de capital, le marché primaire des titres ne pourra contribuer de manière significative aux importants besoins de financement de la sphère réelle dans les économies en transition de l'Europe centrale et orientale. L'expérience des pays de l'OCDE montre en tout état de cause que les émissions de titres (actions, obligations, commercial paper...) ne représentent qu'une part marginale dans le financement total des entreprises.

En second lieu, l'évaluation des entreprises semble encore très imparfaite. A la Bourse de Varsovie, l'évolution des cours laisse transparaître un écart de 1 à 7 entre l'entreprise ayant connu la plus forte hausse au cours de l'année 1993 et celle ayant connu la plus faible progression. Néanmoins, il semble bien difficile de donner une réelle signification à cette appréciation par le marché de la valeur relative des entreprises tant les évolutions de cours semblent dans une large mesure irrationnelles²¹. Ainsi que souligné précédemment, le nombre limité de titres, compte tenu de la forte demande locale et étrangère, représente le principal obstacle à l'émergence d'un marché plus «réaliste». A la Bourse de Prague, l'importance des transactions hors marché et l'insuffisante liquidité sur de nombreux titres réduit la signification des évolutions de cours et, de ce fait, l'évaluation relative des entreprises par le marché. En outre, la volatilité des cours sur les deux marchés complique l'interprétation des évaluations des entreprises sur la base des comportements des investisseurs. L'ampleur de la baisse de l'indice observée à Varsovie et à Prague au second trimestre 1994 (respectivement -40% et -20%) est caractéristique des marchés émergents et de leur difficulté à produire une évaluation satisfaisante de la valeur des entreprises cotées.

Aussi imparfaits qu'ils puissent être en l'état actuel, les marchés boursiers polonais et tchèque permettent un échange d'information sur la

21 A titre d'illustration, la plus faible baisse du marché en 1993 s'est établie à 355%.

valeur estimée des entreprises cotées²². Compte tenu du point de départ caractérisé par une absence totale d'information, cette évolution ne peut être que profitable pour la suite de la période de transition. La plus grande périodicité des cotations, bientôt quotidienne à Varsovie, bihebdomadaire à Prague depuis novembre 1993, constitue un pas vers une plus grande continuité du marché. Toutefois, l'élargissement du marché en Pologne, la mise en place d'institutions indépendantes réglementant les opérations en Bourse en République tchèque représentent une étape essentielle du développement des places boursières.

En troisième lieu, l'émergence des marchés boursiers facilite les prises de participation des investisseurs étrangers dans les entreprises locales. Le fait qu'à la Bourse de Varsovie une part significative des échanges ait été réalisée en 1993 par des opérateurs étrangers témoigne de ces nouvelles possibilités. Deux types de participation peuvent être distingués. Le premier regroupe les investissements de portefeuille effectués par des investisseurs institutionnels. Leur présence renforce la profondeur et la liquidité du marché. Le second concerne les prises de participation à caractère industriel. Celles-ci peuvent s'avérer moins coûteuses par le biais d'une intervention sur les marchés boursiers qu'au terme d'une longue et complexe tractation avec les différents organes chargés de la privatisation des entreprises. La négociabilité des titres introduit un élément de flexibilité dans la structure en capital des entreprises. Au fur et à mesure de leur développement, les places boursières polonaise et tchèque seront amenées à jouer ce rôle essentiel.

En dernier lieu, la dynamique créée par l'émergence des marchés boursiers entraîne l'apparition d'intervenants spécialisés dans le domaine financier : agents de change, analystes financiers, fonds d'investissement, sociétés de capital-risque, sociétés de capital-développement... Ils constitueront désormais des acteurs essentiels du fonctionnement de la sphère privée dans les économies en transition.

Conclusion

En traitant les exemples polonais et tchèque, nous avons montré l'impact des programmes de privatisation et de leur état d'avancement sur le développement des marchés boursiers de Varsovie et de Prague. Les expériences divergent sur deux plans qui reflètent les choix auxquels sont

22 Le démarrage des transactions en République tchèque est caractérisé par une information très fragmentaire dans la mesure où la quasi-totalité des transactions est réalisée hors-marché. La décision de publier le volume ainsi que le cours moyen de cession pour les blocs de titres échangés sous l'égide de la Bourse de Prague a dans une certaine mesure amélioré l'information disponible pour les intervenants et la signification des cours obtenus sur la place de Prague.

confrontés l'ensemble des pays d'Europe centrale et orientale. Le premier niveau concerne les modalités d'une privatisation radicale. Celles-ci affectent de manière cruciale l'environnement dans lequel la Bourse est par la suite amenée à se développer. Le second niveau concerne l'organisation institutionnelle de la Bourse et le degré de contrôle qu'elle autorise sur les phases initiales de la croissance des marchés. La Pologne et la République tchèque représentent deux combinaisons possibles sur la base de ces alternatives. L'expérience des autres pays d'Europe centrale et orientale fournira des points de comparaison additionnels pour l'analyse de cette relation entre processus de privatisation et développement des marchés boursiers dans le contexte de la transition économique post-socialiste.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Blaszczyk, B. et M. Dabrowski (1993), «The privatization process in Poland», papier présenté au International workshop on «Privatization experiences in Eastern Europe», Budapest, mai.
- Borensztein, E. et M.S. Kumar (1991), «Proposals for privatization in Eastern Europe», *IMF Staff Papers*, vol. 38, n° 2.
- Bouin, O. (1994), «Transférer la propriété par la méthode des coupons : l'expérience de l'ex-Tchécoslovaquie», *Revue Economique*, vol. 45, n° 3.
- Bouin, O. (1993), «Privatization in Czechoslovakia» in V.V. Ramanadham, *Privatization : constraints and preliminary impacts*, Routledge, Londres.
- Corbett, J. et C. Mayer (1991), «Financial reform in Eastern Europe : progress with the wrong model», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 7, n° 4.
- Frydman R., Rapaczinski, A et J. Earle (1993), *The Privatization process in Central Europe*, Central Europe University Press, vol. I, Londres.
- Lewandowski, J. et J. Szomburg (1989), «Property reform as a basis for social and economic reform», *Communist Economies*, vol. 1, n° 3.
- Lipton, D. et J. Sachs (1990), «Privatization in Eastern Europe : The Case of Poland», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 20, n° 2.
- Mayhew, K. et P. Seabright (1990), «Incentives and the Management of Enterprises in Economic Transition : Capital Market are not Enough», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 8, n° 1.
- Nivet, J-F. (1994), «Les premiers pas de la Bourse de Varsovie», DELTA, Paris, juin.
- Svejnar, J. et J. Kotrba (1993), «Rapid and Multifaceted Privatization : Experience of the Czech and Slovak Republics», CERGE Working Papers n° 37, Prague.
- Stiglitz, J. (1991), «Government, financial market and economic development», *NBER Working Papers*, n° 3669, avril.
- Winiecki, J. (1991), «Theoretical Underpinnings of the Privatisation of State-owned Enterprises in Post-Soviet-type Economies», *Communist Economies and Economic Transformation*, vol. 3, n° 4.