



HAL
open science

Les trajectoires économiques nationales dans la transition post-soviétique. Etude comparée des fonds de privatisation tchèques et bulgares

Caroline Vincensini, Petia Koleva

► **To cite this version:**

Caroline Vincensini, Petia Koleva. Les trajectoires économiques nationales dans la transition post-soviétique. Etude comparée des fonds de privatisation tchèques et bulgares. Les études du CERI, Centre de recherches internationales de Sciences Po (CERI), 2000, 70, pp.2-38. hal-03462398

HAL Id: hal-03462398

<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-03462398>

Submitted on 1 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - ShareAlike| 4.0 International License

Les Études du CERI
NE 70 - octobre 2000

**Les trajectoires économiques nationales
dans la transition post-socialiste**
Etude comparée des fonds
de privatisation tchèques et bulgares

Caroline Vincensini et Petia Koleva

Les trajectoires économiques nationales dans la transition post-socialiste

Etude comparée des fonds de privatisation tchèques et bulgares

Caroline Vincensini et Petia Koleva
(CEMI, EHESS et ROSES, Paris I)

Au début des années quatre-vingt-dix, les pays d'Europe centrale et orientale ont engagé des politiques volontaristes, dont l'objectif était la transition rapide vers l'économie de marché. Le transfert de la propriété d'Etat à des agents privés en était une pièce maîtresse. L'ampleur de ce transfert dans un contexte d'insuffisance de l'épargne domestique a conduit la plupart des économies de transition à mettre en œuvre une méthode de privatisation originale, reposant sur la distribution gratuite à la population de coupons échangeables ultérieurement contre des actions des sociétés privatisées, ce qui a entraîné la création de fonds de coupons, une forme particulière d'intermédiaire financier. On distingue deux types principaux de programmes de privatisation de masse : le modèle décentralisé tchèque et le modèle centralisé polonais, qui se différencient notamment par le type de fonds de coupons qui émerge. Le modèle retenu influence l'évolution de l'économie d'un pays par ses effets sur les entreprises et sur le système financier. Comme la Bulgarie a entamé ses privatisations de masse relativement tard, elle a pu bénéficier de ces expériences et a choisi de mettre en application une variante du modèle tchèque. Ainsi, malgré le décalage dans le temps et la différence de contexte politique et économique, les privatisations de masse tchèques et bulgares ont partagé les mêmes caractéristiques quant à la conception du processus, et quant au rôle central des fonds de coupons en tant qu'intermédiaires financiers spécifiques.

Il s'est avéré que les résultats des programmes de privatisation se sont écartés de façon significative des projets de leurs concepteurs, en raison des interactions et des évolutions des stratégies des acteurs économiques, dans un contexte économique et politique mouvant. Les fonds de coupons, caractérisés initialement par une nature hybride combinant des attributs des sociétés d'investissement et des sociétés holdings, ont vu leur forme et leur rôle économique évoluer au fur et à mesure de la résolution des contradictions résultant de cette nature hybride, l'enjeu du processus étant la redistribution du pouvoir économique par l'intermédiaire de la réallocation de la propriété.

En prenant en compte les interactions complexes entre agents économiques et la configuration spécifique de leurs intérêts, l'étude comparative des trajectoires d'évolution des fonds de coupons tchèques et bulgares permet de comprendre la diversité des expériences nationales du rôle des fonds comme actionnaires des entreprises privatisées, résultant pourtant de l'application de scénarios économiques similaires.

Cette *Etude* analyse les déterminants de l'évolution des fonds de coupons et compare les trajectoires des fonds tchèques et bulgares. Dans un premier temps, nous présenterons le contexte et les modalités d'émergence des fonds de coupons tchèques et bulgares comme acteurs économiques puissants au cours de la privatisation de masse. Ensuite, nous nous efforcerons d'expliquer les déterminants et les conséquences de l'évolution des fonds.

L'EMERGENCE D'ACTEURS ECONOMIQUES PUISSANTS AU COURS DE LA PRIVATISATION DE MASSE EN REPUBLIQUE TCHEQUE ET EN BULGARIE

Le contexte économique et politique de la privatisation de masse

Le programme de privatisation de masse était un élément important des stratégies tchèque et bulgare de transition. Il a été mis en application dès 1991 en République tchèque¹, car le gouvernement de droite de l'époque le considérait comme un moyen pour initier la transition, la rendre irréversible et accélérer la privatisation. Il insistait davantage sur la nécessité d'une action radicale pour entamer la transition économique que sur l'argument d'équité de la distribution gratuite de coupons à la population. Le programme de privatisation de masse devait aussi lui permettre d'assurer sa popularité politique. Comme le gouvernement refusait de restructurer les entreprises publiques avant leur privatisation, estimant que la restructuration serait mieux faite par les nouveaux propriétaires, la vitesse des restructurations dépendait de celle des privatisations, devenues primordiales dans la stratégie de transformation. Il s'attendait à ce que la privatisation de masse disperse la propriété des firmes dans un premier temps, compte tenu du nombre élevé de nouveaux actionnaires, mais aussi à ce que l'on assiste ensuite à une concentration, résultant de la revente des titres par les propriétaires initiaux. Il n'a donc jamais prétendu qu'une distribution optimale des droits de propriété se dégagerait des privatisations de masse ; elles ne devaient qu'amorcer l'évolution des structures de propriété. Dans la vision initiale des privatisations de masse, les coupons constituaient une méthode de privatisation parmi d'autres, mais ne devaient pas jouer de rôle primordial.

A l'époque où la République tchèque lançait son programme de privatisation de masse, l'idée d'un processus similaire ne bénéficiait pas du même soutien politique en Bulgarie. En 1992-93, la priorité en matière de privatisation était donnée à la restitution

¹ Les évolutions des années 1990-1993 concernent bien sûr la Tchécoslovaquie, mais par souci de continuité nous n'utilisons que les données relatives à la République tchèque au cours de cette période, et nous parlons donc de République tchèque dès 1990.

des terres agricoles, alors que la privatisation des entreprises industrielles reposait sur des méthodes conventionnelles, principalement la vente à des investisseurs étrangers. La forte instabilité politique a freiné l'élaboration et le suivi d'une stratégie globale cohérente de privatisation, ce qui a favorisé l'émergence de groupes d'intérêt opposés à la privatisation légale et privilégiant la privatisation cachée ou « spontanée »². Dans le même temps, les entreprises d'Etat, libérées de toute intervention étatique directe tout en évoluant dans un environnement institutionnel incomplet, s'étaient mises à accumuler d'énormes pertes, contribuant ainsi à la dégradation des bilans bancaires et au déclenchement d'une crise économique et politique sans précédent en 1996³.

Le cadre général de la privatisation de masse bulgare a été adopté par un gouvernement « d'experts » (soi-disant indépendant de toute formation politique mais de fait de sensibilité pro-communiste) en avril 1994. Le projet devait contribuer à la victoire des ex-communistes aux élections de janvier 1995, alors qu'en République tchèque le même type de programme était utilisé à des fins identiques par un gouvernement de droite. Ce n'est qu'à partir de ce moment que les actes législatifs nécessaires à l'application du programme ont été mis en place, le lancement effectif du processus datant de 1996. La première vague de privatisation de masse a ainsi débuté dans le contexte de la crise et a été fortement influencée par la pression des organisations internationales. Ces dernières insistaient sur la nécessité d'accélérer le processus de privatisation qui n'avait touché qu'environ 5 % des actifs de l'Etat entre 1992 et 1996 avec les techniques classiques de vente.

Les principaux objectifs du programme de privatisation de masse bulgare étaient similaires à ceux de son homologue tchèque, à cette différence que dans le cas bulgare, ils ont émergé au terme d'une certaine expérience de la transition économique, alors qu'en République tchèque ils reflétaient d'emblée une vision politique et idéologique globale des réformes. Les enseignements du chemin parcouru expliquent également la présence de deux objectifs propres au programme bulgare : mettre fin aux pratiques de privatisation et de décapitalisation initiées par des managers à leur profit, ainsi qu'aux effets pervers de ces pratiques sur le système bancaire d'une part, et développer des marchés des capitaux de l'autre. En effet, jusqu'en 1996, l'existence de ces derniers avait été marquée par de sérieuses difficultés (règles arbitraires de cotation et d'échange, réglementation contradictoire, faible protection des actionnaires) qui ont atteint leur paroxysme en 1995 dans l'effondrement de plusieurs « pyramides » financières, ce qui avait miné la confiance du public dans les marchés des valeurs. Le gouvernement espérait donc que l'accroissement du nombre de titres cotés, à l'issue de la privatisation de masse, sur une bourse mieux régulée, stimulerait son activité.

² Pamouktchiev et *al.* (1997).

³ Pour une présentation synthétique du mécanisme de la crise, voir Koleva (1999).

Les caractéristiques générales des programmes de privatisation de masse

- *Similarités des programmes de privatisation de masse tchèque et bulgare*

Les concepteurs du programme bulgare ont hésité entre deux modèles de privatisation de masse : d'une part le modèle polonais, selon lequel la population participe indirectement à la privatisation en échangeant ses coupons contre des titres des fonds nationaux d'investissement, créés par l'Etat, ayant eux-mêmes reçu les actions des entreprises privatisées dans des proportions rigoureusement déterminées à l'avance et devant permettre aux fonds de contrôler et restructurer les entreprises ; d'autre part le modèle tchèque, offrant à la population la possibilité de participer soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire de fonds de coupons créés par des agents privés, à des « vagues » successives d'enchères pour acquérir les actions des sociétés privatisées. Le gouvernement bulgare a finalement opté pour un programme « à la tchèque », d'où la grande similarité de l'organisation et des premiers résultats des privatisations de masse tchèques et bulgares.

Dans les deux pays, la privatisation de masse s'est ainsi déroulée en deux vagues successives, en 1992-93 et 1993-94 pour la République tchèque, et en 1996-97 et 1998-2001 pour la Bulgarie, consistant en des sessions d'enchères portant sur une liste préétablie d'entreprises. L'organisation de la deuxième vague bulgare a été modifiée par rapport à sa conception initiale, avec notamment l'interdiction pour les fonds de coupons d'y participer. Par souci de cohérence, nous étudierons donc seulement la première vague en Bulgarie et la comparerons aux deux vagues tchèques, sans oublier qu'il s'agit là de processus s'étant déroulés à des périodes différentes.

Dans les deux cas, la privatisation par coupons ne constituait qu'une des méthodes possibles de la grande privatisation, qui pouvait également être réalisée par des ventes par adjudication, des négociations avec des acheteurs potentiels et des ventes aux enchères de lots d'actions. Le programme tchèque prévoyait aussi la possibilité de transférer des actifs aux municipalités, tandis que le plan bulgare admettait le rachat d'entreprises par le collectif de salariés et l'échange d'actifs contre dette.

En outre, les coupons distribués aux Tchèques et aux Bulgares avaient les mêmes caractéristiques : ils étaient non cessibles, dématérialisés et étaient délivrés aux citoyens majeurs pour un très bas prix (environ 35 dollars en République tchèque et 5 dollars en Bulgarie). Par ailleurs, comme nous l'avons évoqué plus haut, et contrairement au cas polonais, les détenteurs des coupons dans les deux pays pouvaient librement choisir soit de participer directement aux enchères centralisées, soit de confier leurs coupons à des fonds de coupons, qui se chargeaient alors d'acquérir les actions des entreprises lors des enchères, en fonction de leur propre stratégie d'investissement. Les citoyens devenaient alors actionnaires non pas des entreprises privatisées mais des fonds auxquels ils avaient confié leurs coupons.

L'ampleur des programmes tchèque et bulgare de privatisation de masse présentait une similarité étonnante en termes relatifs : la valeur des parts privatisées par coupons des 1 664 sociétés tchèques et des 1 040 sociétés bulgares participant à la privatisation de masse (lors des deux vagues en République tchèque, et de la première vague en Bulgarie) représentait entre 13 et 14 % du capital fixe possédé par l'Etat (voir encadré). Toutefois, en termes absolus, la valeur totale des entreprises privatisées était de 341 milliards de couronnes en République tchèque, soit environ 11,3 milliards de dollars, contre 85 milliards de leva en Bulgarie, soit 1,3 milliard de dollars. De plus, tandis que la

majorité du capital des entreprises tchèques concernées était privatisée à cette occasion, la proportion moyenne du capital des sociétés destinées à la privatisation par coupons en Bulgarie ne s'élevait qu'à 42 %, ce pourcentage étant plus élevé pour les petites sociétés (jusqu'à 90 %) et moins élevé pour les grandes sociétés (inférieur à 25 %), le gouvernement préférant garder des parts majoritaires dans ces dernières dans l'espoir de trouver un repreneur stratégique ultérieurement. Il faut noter que la privatisation par coupons a pris une ampleur inattendue en République tchèque par rapport au programme initial.

Ampleur des programmes de privatisation de masse tchèque et bulgare

En République tchèque, la valeur nominale officielle du capital des entreprises d'Etat était évaluée en 1990 à 2 604 milliards de couronnes. 212,5 milliards de couronnes ont été privatisés par coupons dans la première vague et 150 milliards dans la deuxième, mais dont 21,1 milliards étaient reportés de la première vague. La valeur nominale totale de la propriété privatisée par coupons s'élevait donc à 341,4 milliards de couronnes (environ 11,3 milliards de dollars), soit 13,1 % de la valeur initiale des entreprises d'Etat⁴.

En Bulgarie, la valeur des actifs de toutes les entreprises d'Etat était estimée, en décembre 1994, à 600 milliards de leva. La privatisation par coupons était la principale méthode de privatisation. La valeur comptable des actifs des entreprises d'Etat participant à la privatisation de masse se montait au total à 201 milliards de leva, mais le capital de chaque société n'était que partiellement privatisé par coupons, le reste du capital étant destiné à la privatisation par d'autres méthodes. Finalement, le montant total du capital proposé pour échange contre coupons était de 85 milliards de leva (environ 1,3 milliards de dollars), ce qui représente 14 % de 600 milliards⁵.

En Bulgarie, la privatisation de masse était la méthode dominante de la grande privatisation, tandis qu'en République tchèque d'autres méthodes ont été utilisées simultanément, la part totale de la propriété d'Etat tchèque privatisée par les grandes privatisations s'élevant à environ 40 %.

L'unique différence notable entre les deux programmes découlait de la possibilité pour les *insiders* bulgares (managers, employés et anciens employés des sociétés à privatiser) d'obtenir gratuitement jusqu'à 10 % des actions de leur société offertes dans le cadre de la privatisation de masse. Or comme le système socialiste n'avait quasiment pas été réformé en République tchèque ni en Bulgarie avant la transition, les *insiders* n'avaient pas acquis de contrôle significatif sur les entreprises, et ne pouvaient pas contraindre les gouvernements à leur accorder des avantages dans les programmes de privatisation, à l'inverse des cas polonais et russe par exemple. Par conséquent, il semble que les gouvernements bulgares de gauche (1994-95), plus sensibles à la pression des syndicats que le gouvernement tchèque de droite (1990-92), aient délibérément choisi de favoriser le personnel des entreprises privatisées.

La pertinence de la comparaison directe du rôle des fonds de coupons en tant qu'actionnaires dans les deux pays découle de ces similarités des schémas de privatisation.

⁴ Calculs basés sur les données de Kotrba et Svejnar (1994).

⁵ Calculs basés sur des données du Center for Mass Privatisation (1996).

- *Diversité des formes légales des fonds de coupons et de leur réglementation*

Nous employons le terme de « fonds de coupons » pour désigner l'ensemble des fonds créés dans le dessein de collecter les coupons distribués à la population ; il recouvre donc une grande diversité de formes initiales de fonds, dont certaines ont ensuite évolué. Le tableau 1⁶ présente ces différentes formes.

Les fonds de coupons ont initialement été créés dans les deux pays sous forme de sociétés par actions, les « fonds d'investissement pour la privatisation » (FIP) en République tchèque et les « fonds de privatisation » en Bulgarie. Lors de la deuxième vague des privatisations de masse en République tchèque, ils ont également pu prendre la forme de fonds mutuels ouverts ou fermés, qui, contrairement aux FIP, n'ont pas de personnalité morale. A ce titre, ils ne possèdent pas les structures administratives des FIP (conseil d'administration, assemblée générale des actionnaires) et leurs actionnaires n'ont pas de droit de vote. Les fonds mutuels ouverts sont tenus de racheter à leur valeur liquidative les parts des investisseurs qui souhaitent se désengager du fonds, alors que les investisseurs des fonds fermés ne peuvent se défaire de leurs parts que sur les marchés secondaires, sur lesquels ils subissent généralement une décote importante. La liquidité des parts des fonds mutuels fermés est donc très faible. Ces caractéristiques ont des conséquences sur la gouvernance des fonds par leurs actionnaires, puisque les conditions d'exercice des instruments traditionnels de gouvernance, *voice* et *exit*⁷, sont différentes. Les décisions des managers des fonds mutuels ouverts sont sanctionnées par le marché, car les investisseurs vendent leurs parts (*exit*) si la gestion ne les satisfait pas et les actifs du fonds se réduisent d'autant. Au contraire, les managers des fonds mutuels fermés ne subissent aucune contrainte semblable, les investisseurs ne pouvant exprimer leur mécontentement directement puisqu'il n'existe pas d'instance représentative des investisseurs (*voice*), ni indirectement en vendant leurs titres puisque le marché est très peu liquide. En ce qui concerne les FIP, l'illiquidité des titres limite l'exercice de l'*exit* par les actionnaires, tandis que la gouvernance par la *voice* est rendue difficile par la grande dispersion des actionnaires.

L'intermédiation entre la population tchèque et les entreprises privatisées reposait en fait sur une structure à deux niveaux, dans la mesure où les fonds de coupons (FIP ou fonds mutuels) ont été créés par des sociétés d'investissement, elles-mêmes établies par un fondateur qui pouvait être une banque. Chaque société d'investissement pouvait établir plusieurs fonds (voir schéma 1), et se chargeait généralement de les gérer.

A partir de la fin de l'année 1995, les FIP tchèques ont découvert la possibilité de se transformer en holdings, c'est-à-dire en sociétés par actions non soumises aux réglementations sur la composition du portefeuille et la publication d'informations applicables aux organismes d'épargne collectifs (FIP et fonds mutuels). Cette transformation a été rendue beaucoup plus difficile par une loi de juillet 1996 qui a imposé des conditions restrictives, et elle a enfin été interdite en 1998 par la nouvelle loi sur les fonds d'investissement. Cette même loi oblige les FIP et les fonds mutuels fermés à ouvrir leur capital d'ici à fin 2002.

En Bulgarie, les fonds de coupons ont pu se transformer avant mars 1998 soit en holdings, soit en sociétés d'investissement, initialement fermées, mais dont l'ouverture est possible. Bien que cela ait été autorisé, aucun fonds bulgare n'a engagé de société

⁶ Les tableaux et schémas sont regroupés en annexe à la fin du texte.

⁷ Hirschman (1970).

de gestion.

La forme légale des fonds de coupons détermine la réglementation de leur portefeuille. Les dispositions de la loi de 1991 sur la privatisation de masse en République tchèque montrent que le gouvernement considérait les fonds comme des organismes particuliers d'investissement collectif, différents de leurs homologues occidentaux, compte tenu du contexte spécifique de la privatisation. Cette loi n'imposait en effet aucune restriction particulière à la composition de leur portefeuille, ce qui aurait pu entraver leur activité de restructuration des entreprises privatisées. La loi sur les fonds d'investissement d'avril 1992, votée à l'initiative du Parlement après la création des fonds de la première vague, visait à protéger davantage les investisseurs en imposant quelques critères à respecter dans la composition des portefeuilles. Elle a limité ainsi les participations détenues par le même fonds dans une entreprise donnée à 20 % (cette limite était de 20 % au niveau de la société d'investissement), et s'appliquait rétrospectivement aux fonds de la première vague. Les fonds bulgares étaient soumis à une limite semblable, fixée à 34 %. De plus, dans les deux pays, un fonds ne pouvait investir plus de 10 % de ses actifs dans la même entreprise.

Ces réglementations ont ensuite évolué : d'une part, les fonds tchèques transformés en holdings se sont soustraits aux restrictions sur la composition du portefeuille, et d'autre part la participation maximale autorisée dans une entreprise pour un fonds conservant la forme de FIP ou fonds mutuel a été abaissée en juin 1998 de 20 % à 11 % (mais cette limite a été supprimée au niveau de la société d'investissement). En ce qui concerne les fonds de coupons bulgares, ceux qui se sont transformés en holdings doivent conserver au moins 25 % dans chaque entreprise de leur portefeuille, tandis que les participations de ceux qui se sont transformés en sociétés d'investissement sont limitées à 10 % d'une même entreprise, et ils ne peuvent investir plus de 10 % de leurs actifs dans la même entreprise.

La réglementation bulgare favorisait davantage la prise de contrôle des entreprises par les fonds, ce qui était cohérent avec le fait que le programme bulgare visait à établir d'emblée une structure de propriété efficace, contrairement au programme tchèque qui cherchait à créer les conditions d'une réallocation efficace de la propriété. Toutefois, au-delà des différences de forme légale et de réglementation des fonds de coupons, on retrouve les mêmes types d'intermédiaires financiers dans les deux pays, avec des fonds initiaux quasiment identiques, qui se sont transformés ensuite en sociétés holdings ou en fonds d'investissement plus classiques (fonds mutuels tchèques et sociétés d'investissement bulgares⁸).

• *La création des fonds de coupons*

Le nombre de fonds de coupons créés en Bulgarie était beaucoup plus faible qu'en République tchèque (tableau 2), ce qui peut s'expliquer en partie par les conditions plus strictes d'octroi des licences : pour participer aux enchères, chaque fonds devait justifier d'un minimum de coupons collectés ; les fonds n'ayant pas réuni ce minimum ont été

⁸ Il faut noter que la dénomination « société d'investissement » désigne deux types d'investisseurs différents en République tchèque et en Bulgarie : les sociétés d'investissement tchèques pouvaient créer plusieurs fonds de coupons et les gérer, contrairement aux sociétés d'investissement bulgares qui sont d'anciens fonds de coupons transformés, et qui constituent le même type d'intermédiaire financier que les fonds mutuels tchèques après juin 1998.

dissous avant la première session d'enchères, et les personnes ayant placé leurs coupons dans ces fonds ont pu les réorienter vers d'autres.

Dans les deux pays, les particuliers ont choisi majoritairement de confier leurs coupons à des fonds, car ils pensaient que ceux-ci avaient un meilleur accès à l'information et choisiraient les entreprises les plus intéressantes, et parce que l'investissement des coupons dans les fonds permettait de réduire les risques par la diversification du portefeuille. De plus, les fonds de coupons ont mené de grandes campagnes publicitaires : certains fonds tchèques ont promis des rendements élevés, et les fonds bulgares se sont efforcés d'informer la population sur leur rôle dans les privatisations de masse et sur leurs stratégies d'investissement. Les fonds ont ainsi rassemblé la grande majorité des coupons, quelques grands fonds en concentrant une proportion élevée (tableau 2).

Contrairement à leurs homologues polonais, créés par le gouvernement qui a également nommé les membres de leurs conseils d'administration et de surveillance, les fonds de coupons tchèques et bulgares ont été créés de façon décentralisée. En République tchèque, on distingue deux grands types de fondateurs de fonds : la plupart des fonds ont été créés par des établissements financiers⁹, principalement des banques d'Etat¹⁰, mais quelques banques privées et des établissements non financiers privés en ont également établi. Plusieurs sociétés d'investissement ont créé des fonds spécialisés dans l'investissement dans une région donnée. En Bulgarie, la crise financière ayant affaibli le secteur bancaire, la plupart des banques étaient beaucoup plus préoccupées par leur propre situation financière que par le programme de privatisation de masse¹¹ et ont vu leur réputation auprès de la population se détériorer. Cela a permis aux grandes banques d'Etat, réputées les plus saines, de renforcer leur position, et elles ont créé deux des trois plus grands fonds de coupons (concentrant 17 % des coupons détenus par l'ensemble des fonds). Si on y ajoute les fonds créés par des hauts fonctionnaires et des managers des entreprises à privatiser, on remarque qu'un tiers des fonds bulgares a été créé par des fondateurs liés à l'Etat, les deux tiers restants ayant des fondateurs privés : surtout des compagnies industrielles (23 fonds de coupons) mais aussi des banques et des compagnies d'assurances (10 fonds), des groupes industrialo-financiers (7 fonds) et des personnes physiques (15 fonds). Un tiers de tous les fonds était à dominante régionale. Enfin, la création d'un grand fonds par un syndicat est une curiosité du programme bulgare.

En République tchèque, le rôle dominant des établissements financiers dans la création des fonds de coupons a abouti à l'apparition de liens particuliers entre les secteurs financier et industriel. Comme ces fondateurs financiers, principalement des banques d'Etat, ont été eux-mêmes partiellement privatisés lors des privatisations de masse, des relations de propriété croisée extensives entre fonds de coupons et banques publiques sont apparues de façon imprévue (schéma 1). Les autorités avaient voulu empêcher ce phénomène en interdisant aux fonds créés par des banques d'acquérir des participations dans les compagnies financières, mais les banques ont contourné cette prohibition en fondant des sociétés d'investissement qui ont créé à leur tour des fonds de

⁹ Cela concernait sept des dix plus grands fonds lors de la première vague de privatisation de masse, et quatre des dix plus grands pour la seconde.

¹⁰ Elles ont créé respectivement quatre et trois des dix plus grands fonds dans les deux vagues.

¹¹ Miller et al. (2000).

coupons. Comme ces derniers n'avaient pas été directement fondés par des banques, ils pouvaient acquérir des actions des banques privatisées en toute légalité, même si cela était contraire à l'esprit du programme de privatisation de masse¹².

Le programme bulgare cherchait à éviter la propriété croisée, car le gouvernement disposait du recul nécessaire pour tirer les conséquences négatives de l'expérience tchèque, et parce que l'effondrement des « pyramides » financières bulgares en 1995, reposant sur des liens de propriété croisée opaques et risqués, avait profondément marqué la population. Le gouvernement a donc reporté la privatisation des banques d'Etat, et a interdit la création des fonds ou l'investissement dans les fonds aux banques dépositaires (c'est-à-dire aux banques auprès desquelles les fondateurs des fonds déposaient leur apport initial de capital) et aux entreprises détenues à plus de 50 % par l'Etat. La seule manière d'établir des liens de propriété croisée résidait alors dans la création de plusieurs fonds par le même fondateur, solution qui n'a finalement été adoptée que par un petit nombre de fondateurs privés¹³. L'ampleur de la propriété croisée dans le secteur financier bulgare de l'époque, dominé par les établissements publics, n'a donc pas été comparable à ce qu'elle a été dans le cas tchèque.

Chronologie synthétique des évolutions des fonds de coupons en République tchèque et en Bulgarie

Compte tenu du décalage temporel dans le déroulement des processus de privatisation par coupons et de l'évolution ultérieure des structures de propriété dans les deux pays concernés, il paraît utile de préciser les diverses étapes des expériences nationales (voir tableau 3).

En 1993 et 1994, l'évolution des portefeuilles des fonds de coupons tchèques a été limitée, du fait de la faible liquidité des marchés financiers. Après la fin des privatisations de masse, on peut distinguer deux grandes phases d'évolution. Entre 1995 et 1998, les fonds se sont efforcés de consolider leurs portefeuilles, pour accroître leur contrôle¹⁴ sur les entreprises, par des opérations d'échanges de titres entre fonds ou par des rachats plus ou moins hostiles de fonds. Ces transactions, dites de « la troisième vague de privatisation », se sont faites dans des conditions de transparence limitée qui ont contribué à discréditer le processus de privatisation de masse aux yeux de la population tchèque et des investisseurs étrangers. Les principaux protagonistes de cette lutte pour obtenir le contrôle des entreprises privatisées ont adopté des stratégies différentes, les fonds d'origine privée non bancaire ayant tendance à se transformer en holdings tandis que les fonds établis par les grandes banques ont choisi de conserver la forme de fonds de coupons. Pendant toute cette période, l'Etat n'a pas supervisé ces transactions. En 1998, devant l'ampleur des abus et l'échec de la stratégie de restructuration des entreprises privatisées par les fonds de coupons, il est intervenu pour modifier radicalement le rôle des fonds de coupons en tant qu'actionnaires des entreprises

¹² Brom et Orenstein (1994).

¹³ Tchipev (1998).

¹⁴ Nous utilisons le terme de « contrôle » au sens de maîtrise de la gestion des entreprises.

tchèques, en réduisant la participation maximum dans une entreprise à 11 %. Le secteur des fonds de coupons a dû alors se restructurer profondément et son rôle dans les structures de propriété tchèques a évolué en conséquence.

Quoique portant sur une période historique plus courte, l'évolution des structures de propriété bulgares à la suite des privatisations de masse partage plusieurs caractéristiques avec la trajectoire tchèque, de par le contenu de ses étapes. Les divers processus composant la première vague bulgare (distribution de coupons à la population, création des fonds, transfert d'une partie des coupons vers ces fonds, tenue de trois cessions d'enchères centralisées) se sont déroulés entre janvier 1996 et juin 1997. A partir de cette date a commencé la période de consolidation des portefeuilles des fonds, comme en République tchèque, qui s'est décomposée en trois moments principaux : avant la création en octobre 1997 de la Bourse des valeurs permettant l'échange des titres acquis à l'issue de la première vague, les fonds ont conclu entre eux des contrats de vente, d'achat ou d'échange de blocs d'actions à terme, l'objectif étant d'acquies la participation maximale de 34 % dans le capital des entreprises privatisées. Après la réalisation effective entre octobre 1997 et février 1998 de ces transactions sur le marché boursier, caractérisées comme en République tchèque par une transparence limitée, les fonds transformés en holdings ou en sociétés d'investissement se sont mis, à partir de mars 1998, à vendre leurs participations minoritaires dans des grandes et moyennes entreprises à d'autres fonds ou à des investisseurs étrangers afin de se procurer les ressources financières nécessaires à leur activité. Enfin, la dernière étape dans la restructuration de leurs portefeuilles a consisté en la vente de participations importantes dans de petites entreprises à des repreneurs nationaux.

Conçus selon des modalités proches, les programmes de privatisation de masse tchèque et bulgare ont donné naissance à des fonds de coupons très similaires quant à leur forme et leur rôle. En effet, au-delà des variantes de statut légal, ils constituaient le même type d'agent économique dans la mesure où ils poursuivaient des objectifs analogues, et ont acquis une proportion importante des actifs économiques nationaux, ce qui a fait d'eux les grands gagnants des privatisations de masse. Nous analyserons à présent les transformations qui ont affecté la forme légale et les portefeuilles des fonds de coupons tchèques et bulgares après les privatisations de masse, pour évaluer leur impact sur les structures nationales de propriété dans la durée, en essayant de cerner et d'expliquer leurs trajectoires d'évolution. Nous tenterons de mettre en lumière les ruptures et les continuités dans chaque pays, et d'évaluer les similarités des deux trajectoires nationales.

LES TRAJECTOIRES D'EVOLUTION DES FONDS DE COUPONS TCHEQUES ET BULGARES

Nous proposons de présenter l'évolution des fonds de coupons à partir de l'image d'un arbre, en considérant que les fonds de coupons initiaux constituaient un tronc commun, de nature hybride, qui s'est progressivement scindé en deux branches : holdings et organismes de placements collectifs. Ce processus est figuré dans le schéma 2. Par cette présentation métaphorique, nous souhaitons mettre en évidence la différence dans la nature économique et juridique des deux ramifications et ses conséquences sur la

structure de propriété de l'économie, expliquer les déterminants des évolutions, et caractériser les développements ayant affecté les fonds de coupons initiaux. Nous commencerons par étudier les caractéristiques du tronc commun, en expliquant sa nature hybride, illustrée par les portefeuilles initiaux des fonds, et en mettant en évidence leurs dysfonctionnements, puis nous analyserons les deux bifurcations dans chaque pays, vers les sociétés holdings d'abord, puis vers les organismes de placements collectifs.

Dans cette analyse, nous nous appuyerons sur des recherches déjà réalisées, ainsi que sur l'étude d'un échantillon de fonds de coupons tchèques et bulgares que nous avons constitué. Cet échantillon comporte les portefeuilles de 26 FIP et fonds mutuels et de 3 holdings tchèques, et de 18 holdings et 1 société d'investissement bulgares, relevés en 1998-2000. L'échantillon inclut la majorité des grands fonds tchèques et bulgares¹⁵ créés à l'occasion des privatisations de masse, et peut ainsi être considéré comme représentatif dans les deux pays.

Le tronc commun : des fonds de coupons hybrides

- *La nature hybride des fonds de coupons initiaux*

Les fonds de coupons tchèques et bulgares devaient devenir les actionnaires principaux des entreprises privatisées, pour remplir simultanément deux objectifs partiellement contradictoires : concentrer suffisamment la propriété pour pouvoir imposer des restructurations aux entreprises, et diversifier le portefeuille financier des détenteurs de coupons. Ces objectifs sont contradictoires dans la mesure où le premier exige une implication active des fonds dans la gestion des entreprises, tandis que le second suppose que les fonds gèrent des portefeuilles sans cette intervention active. Les fonds tchèques et bulgares partageaient alors une nature hybride, combinant des caractéristiques d'organismes d'épargne collective à l'occidentale, et de sociétés holdings ou de fonds de capital-risque. Cette nature duale s'expliquait par les objectifs multiples et contradictoires assignés aux fonds de coupons par les divers agents dans le contexte particulier des privatisations de masse dans la transformation post-socialiste.

En République tchèque, le point commun des fonds de coupons avec les holdings ou les fonds de capital-risque – ils pouvaient détenir une part importante des actifs d'une entreprise – découlait de la volonté du gouvernement qu'ils concentrent la propriété des entreprises pour éviter une dispersion excessive, et puissent commencer les restructurations le plus vite possible. Les grandes sociétés d'investissement ont saisi cette occasion pour tenter d'acquérir le contrôle d'un nombre élevé d'entreprises, en adoptant ainsi une conception des fonds proche des holdings. Mais les fonds tchèques présentaient aussi des similarités avec les sociétés d'investissement occidentales, car ils collectaient « l'épargne » d'un grand nombre d'investisseurs, et parce que la loi d'avril

¹⁵ Il comprend les portefeuilles des fonds de coupons de six des dix plus grandes sociétés d'investissement tchèques, ayant collecté ensemble plus de 40 % des coupons distribués à la population (deux de ces sociétés d'investissement ont été liquidées entre-temps) et de deux autres sociétés d'investissement tchèques, et des dix-sept plus grands fonds bulgares, ayant collecté 57 % des coupons distribués.

1992 sur les fonds d'investissement de la privatisation votée sur l'initiative du Parlement a restreint leur implication active dans la gestion des entreprises. Toutefois, cette même loi a réglementé la composition de leurs portefeuilles en instaurant le plafond de 20 % qui reste ambigu : il peut être interprété soit comme la possibilité pour les fonds de détenir des participations bien plus élevées dans les entreprises que ne le peuvent leurs homologues occidentaux, généralement limités à 5 %, soit comme un début d'alignement de la réglementation des fonds de coupons, inexistante avant 1992, avec les pratiques occidentales. Certains ont aussi interprété ces mesures comme une tentative des autorités tchèques pour empêcher des fonds de coupons étrangers d'acquérir une position dominante dans la structure de propriété tchèque¹⁶. Dans tous les cas, les règles de diversification minimale du portefeuille des fonds ont permis au gouvernement de poursuivre indirectement des objectifs politiques : elles ont réduit le risque encouru par les détenteurs de coupons en diversifiant leurs investissements et en cherchant à éviter le développement d'une bulle spéculative sur la base des promesses de rendement des fonds, ce qui ne pouvait qu'accroître la satisfaction que la population retirerait des privatisations de masse et donc rendre plus populaire le gouvernement.

En Bulgarie, les attentes du gouvernement et des managers des fonds de coupons leur ont conféré les mêmes attributs de type holding qu'en République tchèque. Le gouvernement bulgare y était d'ailleurs nettement plus favorable, comme en témoigne la possibilité pour les fonds d'acquérir un plus fort contrôle sur les entreprises, dont ils pouvaient détenir jusqu'à 34 %. Mais à travers le programme de privatisation de masse, le gouvernement poursuivait aussi l'objectif de diversification des portefeuilles, qui devait permettre de réduire le risque pour les petits porteurs et ainsi améliorer le fonctionnement des marchés financiers en plein développement, et qui est une caractéristique typique des organismes d'épargne collective.

La tension entre ces deux aspects des fonds de coupons a entraîné leur évolution, initialement spontanée en République tchèque mais planifiée en Bulgarie, au cours de laquelle cette contradiction a été réduite, sous l'effet des réactions des agents économiques.

- *Les portefeuilles initiaux des fonds de coupons*

L'observation des portefeuilles des fonds à l'issue des privatisations de masse illustre cette nature hybride, et laisse deviner certaines évolutions futures.

En République tchèque, les fonds sont devenus les propriétaires principaux des entreprises privatisées par coupons. La structure à deux niveaux de l'intermédiation financière des privatisations de masse a permis aux banques publiques, fondatrices de fonds de coupons, de constituer de grands groupes industrialo-financiers, avec des liens complexes de propriété croisée entre les sociétés et les fonds¹⁷. De par la plus grande proportion de coupons qu'elles ont collectée, les sociétés d'investissement fondées par les grandes banques se sont révélées les grandes gagnantes du processus. Mais ces groupes semi-publics¹⁸ n'étaient pas les seuls acteurs issus du processus de

¹⁶ Coffee (1996).

¹⁷ Par exemple, voir la description du groupe constitué autour de la banque IPB dans Hashi (1998).

¹⁸ Ils sont qualifiés de semi-publics du fait de la combinaison du rôle des banques publiques fondatrices des grandes sociétés d'investissement, et de la participation des citoyens détenteurs de coupons.

privatisation de masse, car les sociétés d'investissement privées ont également créé de grands groupes économiques, quoique moins étendus, dont le plus célèbre est celui qui s'est formé autour de la société d'investissement Harvard. Ces deux types de groupes ont pu émerger d'autant plus facilement qu'ils ont enfreint plus ou moins largement la réglementation sur la composition des portefeuilles. Ces derniers présentaient toutefois des différences non négligeables.

Au lendemain des privatisations de masse, les fonds bancaires détenaient des participations dans un grand nombre d'entreprises¹⁹. Cette composition du portefeuille reflétait à la fois la nécessité d'utiliser la masse importante de coupons collectés et les effets de la limite des 20 % qui a entravé toute velléité de constitution d'un portefeuille concentré, mais elle témoignait aussi d'une stratégie visant à étendre la clientèle des banques fondatrices des fonds aux entreprises ainsi privatisées. Ces fonds détenaient la participation maximale autorisée de 20 % dans moins d'un quart des entreprises de leur portefeuille²⁰, ce qui limitait leur capacité à intervenir activement dans leur gestion. Au contraire, les fonds créés par des fondateurs privés se sont efforcés et ont réussi à se constituer des portefeuilles plus concentrés²¹, avec un nombre plus réduit d'entreprises et des participations plus élevées (parfois supérieures à la limite autorisée) dans celles-ci, ce qui a facilité la transformation ultérieure de certains en holdings, et ce qui leur a permis de se comporter plus facilement comme propriétaires actifs dans les entreprises²². Les plus grands fonds de coupons tchèques ont investi essentiellement dans un petit nombre de secteurs lors de la première vague de privatisation : les biens de consommation et en particulier les biens alimentaires, et la construction, fortement représentés parmi les entreprises à privatiser, mais aussi les institutions financières, l'ingénierie et l'énergie, plus faiblement représentés.

Il semble que tous les fonds aient recherché à la fois des gains de court terme, pour pouvoir honorer leurs promesses de rendements élevés, et l'acquisition du contrôle sur une plus ou moins grande proportion des entreprises de leur portefeuille. La dispersion de la propriété des entreprises privatisées, la passivité de l'Etat lorsqu'il est propriétaire minoritaire, et le regroupement des participations dans les entreprises au niveau des sociétés d'investissement ont donné aux fonds les moyens de contrôler les entreprises même avec des parts faibles²³. Ils ont ainsi pu nommer de nombreux représentants aux conseils d'administration et de surveillance des entreprises²⁴.

La structure de propriété de l'économie tchèque à l'issue des privatisations de masse s'est donc révélée très concentrée, avec un clivage entre les stratégies des sociétés d'investissement privées et celles des banques publiques. Le fait que ces deux types de portefeuilles différents aient pu être constitués à partir des mêmes formes légales

¹⁹ Les fonds créés par la banque d'épargne Ceska Sporitelna ont acquis des participations dans un total de 514 entreprises.

²⁰ Egerer (1995).

²¹ Le portefeuille le plus concentré (51 entreprises) appartenait à un fonds de la société d'investissement Harvard, créée par un citoyen tchèque n'ayant aucun lien avec les banques.

²² Egerer (1995).

²³ Lastovicka et al. (1995).

²⁴ Egerer (1995).

montre que la réglementation n'avait pas clairement tranché entre les deux aspects des fonds de coupons. La composition des portefeuilles à l'intérieur de chaque groupe confirme cette impression, car elle combinait, à divers degrés, un nombre élevé d'entreprises dans le portefeuille, plutôt caractéristique des organismes de placements collectifs, et des participations élevées dans les entreprises, plutôt caractéristiques des holdings ou des fonds de capital-risque.

Le nombre d'entreprises dans les portefeuilles initiaux des fonds de coupons bulgares variait de quelques unités pour les plus petits fonds et les grands fonds régionaux²⁵, à 174 dans le plus grand fonds. Comme en République tchèque, les fonds financiers ont investi leurs importantes ressources en coupons dans un plus grand nombre d'entreprises que les fonds non financiers. Cependant, ce résultat ne semble pas refléter ici le souci d'étendre la clientèle bancaire aux entreprises privatisées, mais traduit plutôt le souci du gouvernement socialiste de l'époque, qui agissait ainsi par l'intermédiaire des banques encore publiques, d'assurer le succès de la privatisation, au cas où les fonds privés ne se seraient pas révélés suffisamment actifs, ou de leur faire contrepoids au cas où ils seraient devenus trop puissants²⁶. Les deux types de fonds bulgares ont cherché à acquérir des participations plus importantes dans les entreprises (plus de 20 % du capital) que les fonds tchèques, un quart des fonds bulgares détenant plus de 25 % dans la plupart des entreprises de leur portefeuille²⁷. La coexistence de portefeuilles très diversifiés en termes de nombre d'entreprises et de taille des participations détenues témoigne ainsi de la nature hybride des fonds initiaux bulgares, particularité qu'ils partageaient avec les fonds tchèques. Les fonds bulgares ont surtout investi dans les secteurs à forte croissance au moment de la privatisation : l'industrie agro-alimentaire, le commerce et le tourisme. Certains fonds ont choisi de se spécialiser dans un secteur unique, comme le tourisme, les produits pharmaceutiques, l'industrie chimique.

L'ampleur de la propriété concentrée entre les mains des fonds de coupons tchèques et bulgares (voir tableau 2) et la structure de leurs portefeuilles initiaux montrent bien qu'ils étaient des acteurs majeurs du processus de privatisation de masse, et qu'ils ont acquis une position dominante dans les structures de propriété nationales. Les dysfonctionnements des fonds de coupons hybrides soulignent l'ambiguïté de ce résultat des privatisations de masse.

- *Les dysfonctionnements des fonds de coupons hybrides tchèques*

Contrairement au programme bulgare qui prévoyait la transformation des fonds de coupons en holdings ou en sociétés d'investissement avant mars 1998, le programme tchèque ne contenait pas de telle disposition pour lever la contradiction de la nature duale des fonds. Cela s'explique à la fois par le caractère en grande partie imprévu du rôle des fonds de coupons en République tchèque, et par la réticence générale du gouvernement d'inspiration libérale à intervenir dans le fonctionnement du système économique, qui transparaisait aussi bien à travers les carences de la réglementation des fonds que dans le manque d'empressement manifeste du gouvernement à faire

²⁵ 16 entreprises dans le portefeuille du fonds Varna A.

²⁶ Tchipev (1998).

²⁷ *Id.*

respecter ces réglementations même limitées. L'évolution du tronc commun et ses deux bifurcations résultent donc des réactions des parties prenantes aux dysfonctionnements des fonds de coupons qui n'ont pas tardé à se manifester. Ces derniers découlaient dans une certaine mesure de la nature duale des fonds, et étaient amplifiés par les difficultés propres aux marchés financiers, ainsi que par le contexte de réallocation intense de la propriété au cours de la « troisième vague » de privatisation. Ils concernaient le manque de respect des droits des actionnaires minoritaires, l'inefficacité des fonds comme agents de la restructuration des entreprises, et les défaillances de la gouvernance des fonds.

Les privatisations de masse ont entraîné la création d'un marché du capital, qui cotait les titres des entreprises privatisées et des fonds de coupons ; mais les autorités ne voulant pas interférer avec le libre fonctionnement du marché et souhaitant favoriser la redistribution secondaire de la propriété, il s'est révélé insuffisamment réglementé, et ne protégeant pas les droits de propriété de manière adéquate, en particulier ceux des actionnaires minoritaires. Le processus de concentration de la propriété après les privatisations de masse, au cours duquel les fonds de coupons cherchaient à réorganiser leurs portefeuilles pour étendre leur contrôle sur les entreprises privatisées, s'est donc déroulé dans un contexte particulier où les participations minoritaires n'avaient pratiquement plus aucune valeur. Par exemple, les actionnaires majoritaires pouvaient redistribuer les dividendes à leur profit au détriment des actionnaires minoritaires ; de même, lorsque qu'un actionnaire prenait le contrôle d'une entreprise en achetant un bloc d'actions, il n'était pas tenu d'offrir de racheter les titres détenus par les actionnaires minoritaires, or ces parts perdaient une grande partie de leur valeur dès l'émergence d'un investisseur de contrôle. Il fallait détenir « tout ou rien » d'une entreprise²⁸. Les fonds se sont alors efforcés soit de vendre leurs participations minoritaires, soit d'acquérir des participations majoritaires, en reprenant des entreprises ou même directement d'autres fonds. Après les privatisations, de nombreux fonds ont fusionné, tandis que d'autres s'échangeaient des blocs minoritaires ; la plupart de ces transactions se sont effectuées hors marché car les fonds conservaient ainsi une plus grande marge de manœuvre, et parce que les autorités ne faisaient pas respecter l'obligation d'échanger les titres sur le marché. Les fonds ont également racheté leurs propres titres pour se protéger contre des rachats hostiles ; cette opération bénéficiait aux sociétés d'investissement fondatrices des fonds, qui évitaient ainsi d'être mises en minorité et de perdre leurs contrats de gestion. Les limites de participation étaient dépassées soit ouvertement, soit par des manipulations peu transparentes. Les fonds hésitaient d'autant moins à franchir le plafond de 20 % qu'ils s'attendaient à ce qu'il soit relevé ou même supprimé, plusieurs économistes ayant formulé des recommandations en ce sens, car ils y voyaient un moyen pour faciliter la restructuration des entreprises par les fonds²⁹.

Par ailleurs, les fonds n'ont pas autant contribué à la restructuration des entreprises privatisées que cela avait été espéré initialement, et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, leur nature duale et les dysfonctionnements des marchés financiers les soumettaient à des incitations perverses. En effet, les fonds qui désiraient rester passifs dans certaines entreprises (logique de l'organisme de placements collectifs) devaient devenir majoritaires pour espérer tirer des dividendes de ces participations. Comme ils tendaient ensuite à conserver leur attitude passive, ces entreprises étaient privées des

²⁸ Mejstrik (1999).

²⁹ Voir Egerer (1995), Coffee (1996), OCDE (1998).

effets bénéfiques d'un propriétaire majoritaire actif et ne recevaient aucune aide extérieure à la restructuration. Quant aux fonds qui souhaitaient gérer activement les entreprises de leur portefeuille et qui pouvaient le faire compte tenu de leur participation, ils en étaient découragés par la faible rémunération de cette activité. Généralement de l'ordre de 2 % de la valeur des actifs de l'entreprise, elle restait très inférieure aux gains rapportés par la décapitalisation de l'entreprise, dite *tunneling*³⁰ en République tchèque³¹, facilitée par le manque de surveillance des marchés financiers. De plus, les fonds financiers, représentant les banques à la fois créancières et propriétaires indirectes des entreprises, étaient soumis à des incitations contradictoires. C'est ainsi que les banques ont consenti aux entreprises de leurs sociétés d'investissement des crédits généreux, qui leur ont permis dans une certaine mesure de retarder l'effort nécessaire de restructuration et qui expliquent en partie la crise économique de 1997-99³². Ensuite, même si des études ont montré que des coalitions de fonds étaient en mesure de contrôler la plupart des entreprises privatisées³³, dans les faits il semble que les fonds n'aient pas vraiment coopéré entre eux³⁴. Enfin, les fonds de coupons manquaient de capital, d'expertise et de personnel compétent pour effectuer les restructurations nécessaires. Le degré de restructuration des entreprises tchèques privatisées par coupons s'est donc révélé très limité. Quoique certains auteurs aient prétendu que la détention d'entreprises par des fonds tendait à améliorer la performance de celles-ci³⁵, d'autres ont mis en doute l'étendue de la restructuration sous l'impulsion des fonds³⁶, ou ont même estimé que l'actionnariat des fonds détériorait la performance des entreprises³⁷.

Enfin, les activités irrégulières des fonds, comme la décapitalisation (*tunneling*), étaient favorisées par le problème de la gouvernance des fonds eux-mêmes. En effet, comme nous l'avons vu plus haut, les actionnaires des fonds ne pouvaient recourir aux instruments traditionnels de gouvernance *voice* et *exit*. Dans ces conditions, les managers des fonds pouvaient décapitaliser les entreprises de leur portefeuille au détriment des actionnaires de celles-ci ainsi que de leurs propres actionnaires, qui ne bénéficiaient pas de ces gains. Il est difficile d'évaluer l'ampleur de ces activités

³⁰ On parle de *tunneling* car tout se passe comme si, par des transactions suspectes, les managers des fonds créaient des sortes de tunnels dans lesquels disparaissaient les actifs du fonds.

³¹ Simoneti et al. (1999).

³² Pour davantage de détails sur les liens entre les privatisations de masse, le fonctionnement du système bancaire et la crise économique tchèque, voir Vincensini (1999).

³³ Lastovicka et al. (1995).

³⁴ Ellerman (1996).

³⁵ Voir Claessens et al. (1997), Frydman et al. (1997). Ces études s'appuient sur des données pour 1992-1995 et 1990-1994, c'est-à-dire avant que les dysfonctionnements des fonds n'apparaissent véritablement.

³⁶ Coffee (1996), Pistor et Spicer (1997), Mejstrik (1997), Banque Mondiale (1999).

³⁷ Hanousek et Kocenda (1999), Weiss et Nikitin (1998). Ces derniers reprennent entre autres les données de Claessens et al., mais observent la variation de la performance des entreprises au lieu de son niveau absolu.

irrégulières, et de savoir si les fonds bancaires et les fonds privés s'y sont livrés dans les mêmes proportions.

Il n'en reste pas moins que les Tchèques ont eu conscience de ces dysfonctionnements, qui ont porté atteinte à la liquidité et à la réputation de leurs marchés financiers et ont eu un effet négatif sur les investissements étrangers et sur la perception des privatisations de masse par la population. Ces comportements pervers des fonds ont entraîné leur évolution, et en premier lieu leur transformation en holdings. Comme nous le verrons plus loin, une grande partie de ces comportements ont également caractérisé les fonds bulgares, non durant la période – très courte – de leur existence hybride, mais après leur transformation en holdings.

Première bifurcation des fonds de coupons tchèques : la transformation en holdings

- *Stratégies des acteurs et motivations de la transformation en holdings*

Les fonds de coupons tchèques ont été les premiers à avoir pu se transformer en holdings, et ce processus résultait d'une interaction complexe entre les stratégies des dirigeants des fonds privés, des fonds financiers, du gouvernement et des managers des entreprises privatisées. Lors de la « troisième vague » des privatisations, l'ensemble des fonds était en concurrence pour la redistribution du pouvoir économique après celle des droits de propriété formels, mais il se dégageait un clivage particulier entre fonds financiers et fonds privés, les seconds tentant de reprendre aux premiers une partie de leur influence sur l'économie tchèque. Les stratégies des deux groupes de fonds allaient différer dans la mesure où les fonds financiers, contrairement aux fonds privés, pouvaient s'appuyer sur les groupes bancaires dont ils dépendaient et qui conservaient des liens avec le gouvernement, car les banques étaient restées à propriété publique majoritaire à l'issue des privatisations de masse. A l'inverse, les fonds privés allaient pouvoir entreprendre des actions dans lesquelles les fonds bancaires n'osaient pas se lancer de peur d'entacher la réputation des banques publiques. Par ailleurs, les managers des entreprises privatisées par coupons se sont efforcés de conserver un maximum d'autonomie par rapport aux nouveaux propriétaires : ils s'étaient ralliés à la privatisation de masse avec l'espoir que la propriété de leur entreprise serait dispersée entre un grand nombre d'actionnaires, ce qui leur laisserait une grande marge de manœuvre. Ils se sont donc inquiétés de la concentration des coupons entre les mains d'un petit nombre de fonds. Le gouvernement, quant à lui, considérait plutôt favorablement la concentration des portefeuilles des fonds, même lorsque les limites d'investissement étaient dépassées, car cela restait cohérent avec sa conception des fonds de coupons comme agents privilégiés de la restructuration des entreprises.

Dans ce contexte, les dirigeants des fonds de coupons ont découvert à la fin de l'année 1995 qu'un vide juridique dans la loi sur les fonds d'investissement leur permettait de transformer les FIP³⁸ en holdings. Ils avaient intérêt à cette transformation à plusieurs titres. Avant tout, elle leur permettait de se soustraire à la réglementation sur

³⁸ Les fonds mutuels, n'étant pas des sociétés par actions, ne pouvaient pas bénéficier de ce vide juridique qui reposait sur l'intervention du conseil d'administration du fonds.

les fonds de coupons : ils pouvaient acquérir des participations dans les entreprises au-delà du seuil de 20 %, et n'étaient plus soumis à des exigences de publication d'information. Cette transformation intéressait donc tout particulièrement les fonds non financiers, dans leur concurrence avec les fonds financiers, et compte tenu de la faible valeur des parts minoritaires. De plus, la transformation en holdings mettait les ex-fonds de coupons à l'abri des amendements à la loi sur les valeurs mobilières en préparation en 1995. Ces mesures, en réaction à la prise de conscience du manque de transparence des marchés financiers tchèques et aux premières transformations en holdings, allaient rendre plus difficiles les opérations de consolidation des portefeuilles en durcissant les règles d'échange de blocs d'actions, et allaient introduire des restrictions aux conditions des transformations des fonds, ce qui n'a fait que les accélérer avant l'entrée en vigueur de la loi en juin 1996. Enfin, le changement de forme légale protégeait les ex-fonds d'un amendement à la loi sur les fonds d'investissement, déposé sous la pression des managers des entreprises privatisées, qui voulait interdire aux représentants des fonds de siéger aux conseils d'administration des entreprises. En revanche, ce changement réduisait la liquidité du portefeuille des fonds et leur capacité à attirer des capitaux, car ils ont immédiatement été soupçonnés de spolier leurs actionnaires et ceux des entreprises de leur portefeuille.

Une grande partie des fonds non financiers (dont 6 parmi les 15 plus grands fonds de coupons, et dont Harvard, le plus grand fonds privé) se sont donc transformés en holdings, en s'efforçant ainsi de « contester la position dominante des grandes banques dans la structure de propriété des entreprises », et en créant des « empires industrialo-financiers, ressemblant par beaucoup d'aspects à ceux des banques »³⁹. Un seul fonds bancaire a osé risquer ainsi sa réputation. Au total, 155 fonds de coupons ont effectué cette transformation depuis 1995, la plupart durant la première moitié de l'année 1996. Les fonds convertis en holdings concentraient environ le quart de la propriété détenue initialement par l'ensemble des fonds de coupons⁴⁰. Certains fonds, qui détenaient à la fois des participations importantes dans certaines entreprises et des participations faibles dans d'autres, n'ont transmis qu'une partie de leur portefeuille à une société holding, laissant les participations minoritaires dans le portefeuille du fonds de coupons non transformé. Ce changement a permis aux fonds transformés en holdings de se protéger contre les dysfonctionnements des marchés financiers et de contrôler les entreprises de leur portefeuille, mais elle a renforcé l'illiquidité et la non-transparence de ces marchés.

- *Conséquences des transformations de fonds en holdings*

Le processus de transformation des fonds en holdings constituait une nouvelle atteinte aux droits des actionnaires minoritaires, généralement ni consultés ni même informés de l'opération. Le cas de la société d'investissement Harvard, réunissant une assemblée extraordinaire d'actionnaires dans un petit village pour voter la transformation de ses fonds, reste le symbole des manipulations dont ont été victimes les petits actionnaires des fonds transformés. De plus, comme la conversion en holdings s'accompagnait souvent d'une concentration du capital de la société holding, par le rachat des parts de certains actionnaires minoritaires opposés à ce processus, le problème de la baisse de

³⁹ Desai et al. (1997).

⁴⁰ Voir le site SEC, Czech Securities Exchange Commission database, www.sec.cz.

liquidité des actions et de la perte de valeur des participations minoritaires a été exacerbé.

Les holdings semblent avoir réussi dans une certaine mesure à contrebalancer l'emprise des groupes bancaires sur la structure de propriété tchèque. Il est difficile d'estimer le rôle exact de ces groupes économiques privés, aucune donnée n'étant disponible sur leurs portefeuilles au lendemain de leur transformation. Il subsiste de forts doutes quant à leur efficacité économique, car la grande opacité entourant leurs activités laissait une grande marge de manœuvre à leurs dirigeants, soupçonnés de décapitaliser les entreprises de leur portefeuille. Les décotes importantes des titres des holdings, pouvant atteindre 70 % en 1996-97, témoignaient de leur perte de liquidité et des présomptions de décapitalisation de la part des opérateurs des marchés financiers. De plus, si la consolidation de groupes industrialo-financiers peut théoriquement permettre des économies d'échelle, il se peut que dans le cas tchèque, cet effet soit plus que compensé par le fait que ces groupes semblaient reconstituer les réseaux hérités des conglomérats socialistes, particulièrement inefficaces⁴¹, ce qui s'appliquait bien sûr aussi aux fonds bancaires.

Le gouvernement n'a pas immédiatement réagi à ce processus, du fait de sa volonté que les fonds restructurent les entreprises : bien que les mesures mentionnées ci-dessus et adoptées en juin 1996 aient durci les conditions de la transformation en holdings, en requérant un vote à la majorité des deux tiers des actionnaires et en imposant le rachat des parts des actionnaires y étant opposés, elles n'ont pas empêché les nombreuses conversions de la première moitié de l'année 1996 ni les quelques-unes intervenues ultérieurement. Il a fallu attendre juin 1998 pour que le gouvernement fasse voter une loi sur les fonds d'investissement interdisant totalement ce changement de forme légale. Les autorités ont manifestement sous-estimé le risque de décapitalisation par les holdings, le mécontentement de la population face à ces scandales financiers et le sentiment général de désillusion par rapport aux privatisations de masse. Cette perception des privatisations par la population n'est d'ailleurs pas étrangère à la chute du gouvernement de Klaus fin 1997.

Aujourd'hui, il est toujours relativement difficile d'obtenir des données sur les holdings⁴². La comparaison des portefeuilles des trois holdings de notre échantillon avec ceux des fonds de coupons illustre la persistance des différences dans les stratégies d'investissement : les holdings détenaient en 1999 des participations dans un nombre moyen beaucoup plus restreint d'entreprises que les FIP et les fonds mutuels (respectivement 6 et 17), et concentraient leurs investissements sur les actions, qui constituaient en moyenne 90 % de leurs actifs en 1999 contre 21 % pour les fonds de coupons. Elles semblaient aussi avoir des participations bien plus élevées dans les entreprises que les fonds de coupons. Elles ont effectivement des stratégies de prise de contrôle des entreprises de leur portefeuille, comme en témoigne la reprise en 1999 de la plus grande société d'assurances tchèque par une grande banque, par l'intermédiaire d'un de ses anciens fonds transformé en holding, assisté des fonds non transformés de la même société d'investissement. D'autres holdings ont été victimes de leur mauvaise réputation et peut-être de leurs transactions frauduleuses, et ont été mises en liquidation, à l'instar de la holding Harvard.

⁴¹ Mertlik (1998).

⁴² Cela constitue à nos yeux une mesure indirecte du manque de transparence qui les caractérise. Certaines ont explicitement refusé de nous communiquer la composition de leur portefeuille, tandis que d'autres, pourtant inscrites au registre du commerce, ne figurent pas dans l'annuaire téléphonique.

Première bifurcation des fonds de coupons bulgares : la transformation en holdings

Les fonds de coupons bulgares ont connu une évolution similaire dans une certaine mesure, mais dans des conditions différentes. Entre septembre 1997 et mars 1998, 74 fonds de coupons bulgares, parmi lesquels 14 des 15 plus grands, ont préféré la transformation en holding à l'alternative de la transformation en société d'investissement. Comme en République tchèque, cette conversion était un moyen de surmonter les problèmes résultant de la nature duale des fonds de coupons. Elle visait explicitement à augmenter le contrôle des fonds sur les entreprises nouvellement acquises, tout en évitant les réglementations strictes imposées aux sociétés d'investissement sur la composition des portefeuilles et sur la diffusion de l'information aux actionnaires. Mais à la différence du cas tchèque, il semble que le gouvernement bulgare ait encouragé le choix de la forme holding en permettant l'acquisition de participations de blocage dans les firmes privatisées (34 %), et surtout en offrant la possibilité légale de choisir cette voie. La protection des actionnaires minoritaires avait initialement été prise en considération par l'interdiction faite aux fondateurs de posséder plus de 10 % du capital du fonds de coupons qu'ils ont créé, mais cette restriction ne s'appliquant pas aux holdings, une fois le nouveau statut juridique adopté certains fondateurs n'ont pas hésité à franchir la barre des 10 % grâce à l'augmentation du capital de la holding.

• La consolidation des portefeuilles

La consolidation des portefeuilles après la première vague de privatisation a été engagée par toutes les holdings et a constitué un pas important vers la mise en conformité avec la définition juridique de ce type d'entité. En effet, selon le code de commerce bulgare, une société holding doit détenir des participations d'au moins 25 % dans le capital de ses filiales. Comme le montre notre échantillon, la réorganisation des portefeuilles était pour l'essentiel achevée à la fin de 1998. Elle s'est effectuée par l'échange ou le rachat de participations entre holdings, ou par l'acquisition des actions distribuées gratuitement au personnel au début de la privatisation de masse. Dans ce dernier cas, l'acquisition a été réalisée plus facilement par les holdings qui comptaient parmi leurs fondateurs des managers des entreprises d'Etat privatisées. Mais les autres ont également reçu des offres de collaboration de certains managers des sociétés du portefeuille, soucieux de conserver leur poste. Les managers des entreprises et des holdings ont ainsi été conduits à coopérer dans un contexte d'asymétrie d'information.

Au terme de ce processus impliquant la division par 2 ou par 3 du nombre initial de sociétés dans leur portefeuille, les holdings géraient en moyenne 18 firmes à la fin de 1999. Les participations dans le capital des filiales étaient généralement supérieures aux 34 % initialement autorisés et dans plusieurs cas dépassaient même les 50 %. Leur augmentation est liée au récent phénomène de fusion entre holdings détenant des parts dans les mêmes entreprises, ce qui confirme la volonté de ce groupe d'ex-fonds de coupons de contrôler les sociétés privatisées. Presque toutes les holdings conservent également des parts minoritaires dans certaines firmes attractives en attendant la vente par l'Etat de ses participations résiduelles à des investisseurs stratégiques. Seul un

fonds de coupons (Zlaten Lev) a préféré conserver toutes ses participations minoritaires : il s'est scindé en holding et en société d'investissement et les a transférées à la société d'investissement, la holding reprenant les participations de contrôle.

La consolidation des portefeuilles n'a pas seulement touché le nombre de firmes détenues, mais a également renforcé la spécialisation sectorielle des holdings. Ces dernières se sont recentrées sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie légère qui ne nécessitent pas de restructurations considérables et qui sont orientées vers l'exportation. La spécialisation sectorielle se combine souvent avec une orientation régionale.

Les modifications apportées par les fonds de coupons bulgares à la composition de leurs portefeuilles depuis la première vague des privatisations de masse révèlent leur volonté de contrôler activement les entreprises privatisées. L'augmentation de leur participation dans le capital des sociétés de leur portefeuille, aujourd'hui presque entièrement conforme au minimum légal de 25 %, renforce leur rôle dans les structures de propriété, non seulement au niveau micro-économique, mais également au niveau sectoriel et régional. Ils sont actuellement capables de jouer un rôle dans la gouvernance des entreprises. Il convient toutefois de rappeler que la capacité de contrôler les firmes est concentrée principalement entre les mains des fondateurs des ex-fonds de coupons, en raison de l'accroissement de leur participation individuelle dans le capital des holdings.

• *L'utilisation du pouvoir de contrôle par les holdings : trois comportements types*

Les ex-fonds de coupons n'utilisent pas tous de la même manière leur pouvoir de contrôle sur les sociétés de leur portefeuille découlant de la transformation en holding. Quelques-uns manifestent une certaine orientation vers la restructuration financière des firmes, d'autres adoptent une stratégie d'attente, ces deux comportements pouvant d'ailleurs être combinés chez certaines holdings, tandis que les holdings restantes se caractérisent par un comportement destructeur.

Les intentions de restructuration se manifestent dans les entreprises dans lesquelles les holdings ont des intérêts durables. Les ressources nécessaires à la restructuration proviennent principalement de la vente d'actions de sociétés dans lesquelles les holdings n'ont pas obtenu de participation significative à l'issue des privatisations de masse, ou qu'elles considèrent comme des investissements de portefeuille. Cependant, la restructuration financière stratégique de long terme des sociétés du portefeuille semble moins fréquente que la restructuration défensive, au sens de Grosfeld et Roland⁴³. Cette dernière se résume souvent à la création de plusieurs consortiums unissant des filiales de la même branche⁴⁴. Les holdings essaient également d'influencer la gestion des firmes en nommant des représentants dans leurs organes de gestion. Toutefois, ces nominations dépendent généralement davantage de la fidélité au fondateur du fonds de coupons et de la position hiérarchique des personnes concernées que de leurs qualités professionnelles. En outre, la plupart des holdings admettent qu'elles ne disposent toujours pas des ressources suffisantes pour diriger et restructurer les sociétés⁴⁵.

⁴³ Grosfeld et Roland (1995).

⁴⁴ Ainsi, Doverie a-t-elle créé quatre consortiums spécialisés respectivement dans le textile, les produits laitiers, la construction et l'industrie pharmaceutique.

Conscientes de leur manque de savoir-faire, certaines holdings adoptent un comportement de « passager clandestin » laissant la direction aux investisseurs stratégiques (si l'entreprise en compte), et d'autres signent des contrats avec des consultants étrangers⁴⁶ (mais c'est un cas plutôt rare).

Le comportement d'attente consiste en la conservation par les holdings des participations maximales acquises dans les entreprises, dans l'espoir soit d'acheter la part résiduelle significative de l'Etat, soit de vendre leurs actions à des repreneurs stratégiques. Ce type de comportement pourrait ainsi mener à la restructuration des firmes à une étape ultérieure, comme dans le cas tchèque.

La dernière manière pour les dirigeants des holdings d'utiliser leur position de contrôle dans les entreprises de leur portefeuille est de rechercher l'enrichissement personnel immédiat plutôt que de compter sur les gains résultant d'une longue restructuration et de l'augmentation de la valeur des actifs qu'ils ont en charge, ce qui rappelle les dysfonctionnements des fonds de coupons tchèques. Cet enrichissement a deux sources principales⁴⁷ : les récompenses retirées par les dirigeants des holdings de leur participation aux organes de gestion des filiales, et la décapitalisation des filiales par le biais de contrats spéciaux et de transactions douteuses avec des sociétés proches des managers des holdings⁴⁸. Les profits réalisés par ces sociétés dérivées ne sont ainsi partagés ni avec les autres propriétaires de l'entreprise du portefeuille, ni avec les citoyens actionnaires de la holding. Ce comportement des managers est favorisé par la dispersion de la propriété des holdings qui empêche les actionnaires minoritaires de surveiller efficacement les organes de gestion, aussi bien que par des problèmes de diffusion de l'information.

En Bulgarie, l'aspiration des managers des holdings à des gains personnels immédiats s'est d'abord manifestée par leur pression en faveur de l'établissement d'une structure de gestion à deux niveaux (conseil de surveillance et conseil de direction) dans les firmes privatisées. Hormis la possibilité de renforcer leur pouvoir de contrôle grâce à une éventuelle augmentation du capital décidée à leur profit par le conseil de surveillance, et le pouvoir d'évincer à tout moment les directeurs des entreprises, la structure à deux niveaux sert le plus souvent à transférer vers les firmes les coûts de fonctionnement de la holding. Ainsi, les managers des holdings perçoivent les rémunérations de leur participation simultanée dans les organes de gestion de plusieurs entreprises (parfois plus de huit)⁴⁹.

Les soupçons de décapitalisation des filiales, deuxième voie principale d'enrichissement personnel pour les dirigeants des fonds, semblent alimentés par la pratique répandue parmi les holdings qui consiste à retirer de la Bourse beaucoup de

⁴⁵ Center for the Study of Democracy (1999).

⁴⁶ Par exemple, Industrialen Holding Bulgaria a signé un contrat avec le cabinet de consultants suisse Abeglen and Partners.

⁴⁷ Ellerman (1998).

⁴⁸ Il s'agit par exemple pour une entreprise du portefeuille d'accepter la fourniture par la société du manager d'intrants à des prix supérieurs à ceux du marché, ou de livrer à cette dernière des produits pour un prix inférieur au prix de revient. On assiste alors à une « aspiration » de valeur par la société parasitaire liée au manager de la holding.

⁴⁹ Gueorguiev et al. (1999).

petites sociétés privatisées sous prétexte de réduire les frais liés à la cotation⁵⁰. Dans beaucoup de cas, il s'agit en fait de contourner l'obligation de la publication de rapports semestriels et annuels, ainsi que celle de la divulgation d'informations sur les actionnaires principaux. Ainsi, durant les deux années suivant la fin de la première vague de privatisation de masse, plus de 100 des 1 040 sociétés privatisées ont été retirées de la cotation. Afin de limiter les risques d'une gestion opaque pour les petits porteurs, le gouvernement a modifié la loi sur les valeurs mobilières, en rendant plus difficile, à partir de l'an 2000, le retrait des sociétés de la cotation boursière et en abaissant à 5 % la participation au capital suffisante pour que les actionnaires d'une entreprise puissent intenter des poursuites judiciaires à l'encontre de managers malhonnêtes.

Le phénomène de destruction d'actifs ne touche pas uniquement les sociétés du portefeuille, mais peut également être observé au niveau de certaines petites holdings ne faisant pas partie de notre échantillon et s'apparente alors à une liquidation illégale qui peut prendre deux formes. La première consiste en la vente massive de participations par les holdings, sans maintenir le minimum exigé de 25 %, ce qui brouille progressivement leur nature en la rapprochant de celle d'une société d'investissement. Comme les revenus de la vente sont utilisés non pour investir dans d'autres actifs mais pour couvrir les frais de fonctionnement des organes de gestion, ces holdings enregistrent des résultats financiers négatifs. La deuxième forme de liquidation se traduit par la distribution de dividendes aux actionnaires de la société holding en dépit de ses pertes⁵¹.

- *Les holdings et les marchés de capitaux*

La réorganisation des portefeuilles des holdings a eu un fort impact sur l'activité du marché boursier nouvellement créé, mais pas nécessairement dans le sens prévu par les concepteurs du programme de privatisation de masse. Quoique ces derniers aient souhaité la cotation rapide sur le marché officiel de toutes les sociétés privatisées ainsi que des fonds de coupons transformés, les conditions très strictes d'accès à la cote officielle ont longuement empêché la réalisation de ce projet et ont conduit à l'essor du marché hors-cote⁵². Plusieurs spéculateurs ont tiré profit de cette situation en achetant des actions des holdings hors-cote pour les revendre ensuite, une fois les holdings admises à la cote officielle, en empochant ainsi des gains de 20 % à 40 %. Après une activité boursière intense durant les premiers mois d'existence de la Bourse, le volume des échanges s'est ralenti à partir du deuxième semestre de 1998.

Les stratégies évoquées ci-dessus influencent la liquidité boursière des titres. La consolidation des participations dans les filiales au-delà d'un seuil de contrôle (par exemple au-dessus de 66 % ou de 75 %) et le risque de retrait d'une entreprise de la cotation boursière agissent défavorablement sur la liquidité des actifs des sociétés privatisées. Quant à la liquidité des titres des holdings, elle semble en grande partie

⁵⁰ Toutes les sociétés cotées doivent élaborer des plans de développement et payer des taxes à la Commission des bourses et des valeurs mobilières.

⁵¹ Batchvarova (1998).

⁵² Par exemple, au milieu de l'année 1998, 85 % de tous les échanges d'actions des fonds transformés s'effectuaient hors marché.

influencée par la politique de dividendes qui est elle-même corrélée avec les stratégies de long terme des holdings : plus l'orientation vers la restructuration est claire, plus les dividendes à court terme sont faibles, et moins la liquidité est élevée.

- *La stratégie du gouvernement*

L'évolution récente des holdings en Bulgarie prouve que leurs stratégies effectives n'ont que partiellement correspondu aux objectifs initiaux de la privatisation de masse en termes de restructuration des entreprises et de développement des marchés des capitaux. Face au danger de propagation du comportement destructeur de ces agents puissants, dont les conséquences négatives sur les millions de Bulgares ayant participé à la privatisation de masse risquaient d'entamer la popularité du gouvernement libéral élu en mai 1997, il a été décidé d'interdire aux fonds de coupons de participer à la deuxième vague, qui a débuté en 1998. Le gouvernement actuel a préféré canaliser les coupons vers les fonds de pension, nouveaux acteurs émergents dans le processus de privatisation. Comme leurs participations dans le capital des entreprises sont limitées à 10 %, les fonds de pension ne risquent pas de devenir des propriétaires aussi puissants que les holdings. Par ailleurs, les caractéristiques de leur activité d'investissement⁵³, qui se rapprochent de celles des sociétés d'investissement, les rendent plus aptes à contribuer à la redynamisation des marchés financiers bulgares. Ce changement de politique à l'égard des fonds de coupons semble refléter les préoccupations des gouvernements tchèques depuis 1996 sur l'évolution des holdings tchèques. Cependant, certaines holdings bulgares, telles que Doverie, Republika et Bulgaria, ont profité du fait que la législation n'établissait pas de restriction particulière sur la nature des fondateurs des fonds de pension pour en créer et contourner ainsi l'interdiction de participer à la deuxième vague de privatisation de masse.

L'étude comparée de la première branche d'évolution des fonds de coupons initiaux tchèques et bulgares conduit à dégager des similitudes et des différences entre les processus. Dans les deux cas, les holdings ont réorganisé leur portefeuille pour surmonter les contradictions de la nature duale des fonds de coupons et pour accroître leur pouvoir de contrôle sur les firmes, et ont utilisé ce pouvoir à des fins multiples et parfois irrégulières. En revanche, le processus d'interaction entre les acteurs s'est déroulé de manière différente, avec le clivage entre fonds financiers et fonds privés propre à la République tchèque, et les gouvernements respectifs n'ont pas eu la même attitude face aux holdings, ce qui explique les différences dans la proportion relative de fonds transformés en holdings entre les deux pays.

⁵³ Les fonds de pension sont tenus d'investir principalement dans des titres garantis par l'Etat ou cotés sur le marché officiel.

Seconde bifurcation des fonds tchèques : vers des organismes d'épargne collective plus classiques

- *Premières tentatives pour remédier aux dysfonctionnements des fonds de coupons*

La dynamique qui a conduit à la seconde bifurcation des fonds de coupons tchèques est très différente de la précédente. Les dysfonctionnements des fonds de coupons ont commencé à apparaître à partir de 1995. Les amendements à la loi sur les valeurs mobilières et à la loi sur les fonds d'investissement, mentionnés ci-dessus et votés en avril 1996, ont constitué une première tentative indirecte pour améliorer le fonctionnement des fonds de coupons, par l'accroissement de la transparence des marchés financiers. L'acquisition de plus de 10 % du capital d'une entreprise devait dorénavant être signalée publiquement, les acquéreurs de plus de 50 % d'une entreprise devaient proposer de racheter les parts des actionnaires minoritaires au même prix, certaines décisions devaient être approuvées par les deux tiers des actionnaires et non plus par la majorité simple comme précédemment, et enfin les exigences de publication d'information ont été renforcées. Par ailleurs, la création d'une Commission des opérations de bourse pour surveiller les marchés financiers en général et les fonds de coupons en particulier a été décidée en 1997. Ces mesures n'ont toutefois pas suffi pour accroître le degré de restructuration des entreprises par les fonds, ni pour réduire significativement l'ampleur des transactions frauduleuses auxquelles ils ont participé. Ceci est dû notamment à l'application lente et partielle de ces mesures : la Commission des opérations de bourse n'est entrée en activité qu'en avril 1998, et la vérification des déclarations d'acquisitions au-delà des seuils de référence n'était pas systématique.

- *Seconde bifurcation des fonds de coupons sous l'impulsion du gouvernement*

En 1998, après un vif débat, le gouvernement intérimaire de J. Tosovsky a finalement décidé de mettre un terme à la nature hybride des fonds de coupons, source d'autant de dysfonctionnements. La loi de juin 1998 sur les fonds d'investissement a ainsi abaissé la limite maximale de participation dans une entreprise pour un FIP ou un fonds mutuel de 20 % à 11 %, cette proportion devant être atteinte avant fin 2000, et a imposé la transformation de tous les FIP et fonds mutuels fermés en fonds mutuels ouverts (dits aussi fonds à capital variable) au plus tard d'ici à la fin de 2002. Ces dispositions visaient à améliorer la gouvernance des fonds, puisque les actionnaires peuvent dorénavant vendre leurs titres à tout moment (*exit*). La loi sur les fonds d'investissement a été complétée par un amendement de 1998 à la loi bancaire qui interdit aux banques de détenir des participations, même indirectement, dans des entreprises industrielles.

Le gouvernement a donc finalement tranché entre les deux aspects des fonds et a préféré les considérer comme des organismes ordinaires de placements collectifs, devant assurer une sécurité maximale aux investisseurs et ne jouant aucun rôle actif dans les entreprises de leur portefeuille, plutôt que comme des intermédiaires financiers chargés de la gouvernance et de la restructuration des entreprises. L'argument de la nécessité de mettre un terme à la décapitalisation des entreprises et des fonds par les managers des fonds, combiné avec la volonté d'aligner la réglementation des marchés financiers avec les pratiques européennes, l'a finalement emporté sur l'argument de la spécificité du contexte des privatisations de masse qui justifiait la création d'un nouveau

type d'intermédiaire financier pour la restructuration des entreprises.

- *Les conséquences de la loi de 1998 sur les fonds d'investissement*

Ces mesures ont ouvert une nouvelle ère de développement pour les fonds de coupons. L'évolution des portefeuilles de notre échantillon en montre les grandes tendances. La baisse de la participation maximale autorisée de 20 % à 11 % a obligé les fonds à se défaire de nombreuses participations pour respecter la nouvelle limite, tandis que la perspective de la transformation en fonds ouverts, qui les contraint à racheter leurs titres à leur valeur nominale si les actionnaires le souhaitent, les a poussés à modifier profondément le contenu de leur portefeuille afin qu'il soit suffisamment liquide pour faire face aux éventuelles demandes de rachat. Ainsi, le nombre d'entreprises⁵⁴ dans le portefeuille des fonds (FIP et fonds mutuels) a fortement baissé, passant de 26,6 en moyenne fin 1998 à 17,2 fin 1999 et à 12,8 mi-2000. La part des actions dans l'actif des fonds s'est réduite de 36,6 % en moyenne fin 1998 à 21,4 % fin 1999. La liquidité des portefeuilles a augmenté car les recettes des ventes des actions ont été réinvesties dans des obligations ou des valeurs monétaires, voire dans les actions très liquides de quelques grandes entreprises⁵⁵. Les FIP et les fonds mutuels détiennent aujourd'hui deux types de participations : des participations très faibles dans la plupart des entreprises de leur portefeuille, qui sont généralement des grandes entreprises performantes dans lesquelles ils sont entièrement passifs, et quelques participations plus élevées dans certaines entreprises, soit pour tenter d'exercer une influence sur elles, soit dans l'attente de trouver un investisseur stratégique à qui les revendre. L'héritage des privatisations de masse sur les portefeuilles des fonds de coupons s'estompe de plus en plus.

Comme les limites de participation ne s'appliquent pas au niveau des sociétés d'investissement, celles-ci conservent une nature hybride : elles peuvent théoriquement exercer un contrôle important sur des entreprises à travers les participations de leurs multiples fonds dans la même firme, d'autant plus que certains fonds détiennent encore aujourd'hui plus de 20 % dans des entreprises. Mais seules quelques sociétés d'investissement prétendent encore jouer un rôle d'actionnaire important, comme la société PIAS fondée par la banque IPB. Les autres se contentent du rôle d'investisseur de portefeuille passif, sur le modèle de leurs homologues européennes, cherchant uniquement à améliorer leur performance et à attirer de nouveaux investisseurs. Dans leur grande majorité, les ex-fonds de coupons ne sont plus des acteurs majeurs dans la structure de propriété de l'économie tchèque. Un signe de ce recul de la place des sociétés d'investissement et des fonds de coupons dans la structure de propriété de l'économie tchèque est la privatisation des banques et donc de leurs sociétés d'investissement : le gouvernement ne vendrait pas les banques à des étrangers si elles contrôlaient encore une grande partie de l'économie tchèque.

Le secteur des fonds d'investissement tchèques est donc en pleine mutation. Le

⁵⁴ Nous ne prenons en compte que les participations dans des entreprises tchèques, mais depuis la fin des privatisations de masse, les fonds peuvent également investir dans des entreprises étrangères.

⁵⁵ Seuls une dizaine de titres sont vraiment liquides à la Bourse de Prague – il s'agit des grandes entreprises comme SPT Telecom, Komerční Banka, CEZ, ou Unipetrol – et presque tous les fonds détiennent des actions de ces entreprises.

processus d'ouverture du capital des fonds fermés a déjà commencé, 42 ayant déjà été transformés entre juin 1998 et août 2000⁵⁶. Le nombre total de fonds, pourtant accru par la création de nouveaux fonds dits « fonds de couronnes » par opposition aux « fonds de coupons », a diminué avec les nombreuses fusions entre fonds, nécessaires en vue de la consolidation du secteur. La Commission des opérations de bourse a également prononcé la mise sous administration forcée d'une trentaine de fonds dont le comportement était manifestement frauduleux. Il reste encore à créer un cadre réglementaire pour l'activité d'entités qui souhaiteraient jouer le rôle de fonds de capital-risque, mais le reste de la réglementation sur les fonds d'investissement est désormais très proche des pratiques des pays de l'Union européenne⁵⁷. La surveillance du secteur s'est nettement améliorée, la Commission des opérations de bourse étant secondée par une organisation professionnelle des fonds d'investissement, très active.

Ces évolutions ont également eu des conséquences sur les entreprises détenues par les fonds : pour une grande partie d'entre elles, les fonds ont vendu des blocs d'actions à un investisseur stratégique. Les différents fonds d'une même société d'investissement mettaient en commun leurs participations dans la même entreprise pour être en mesure d'en vendre une participation importante, ce qui a donné lieu à des transactions intéressantes pour les fonds. Ce type de transaction a dominé la bourse de Prague en 1998 et 1999, et il en a résulté une forte augmentation de la concentration de la propriété des entreprises. Mais il ne faut pas surestimer l'effet de ces mesures sur la gouvernance des entreprises : elles se sont dégagées de l'influence des fonds, mais les mécanismes de gouvernance par les marchés financiers ne s'améliorent que lentement.

A partir de notre échantillon, nous avons observé cette évolution de la structure de propriété des entreprises. Entre 1998 et 2000, nous avons recensé 156 entreprises dont au moins un fonds de notre échantillon s'est entièrement désengagé. Le tableau 4 indique leur structure de propriété actuelle. Il montre la réalité de la reprise des entreprises privatisées par coupons par des investisseurs stratégiques, qu'ils soient tchèques ou étrangers, et permet de donner une première estimation de l'ampleur de ce phénomène, qui touche presque les deux tiers des 156 entreprises.

L'expérience tchèque laisse penser que les fonds de coupons auraient pu jouer un rôle plus direct dans la restructuration des entreprises et dans l'émergence d'une structure de propriété efficace si leur réglementation avait été mieux conçue et davantage appliquée ; leur bifurcation vers des organismes de placements collectifs plus classiques semblait inévitable dans ces conditions. Il semble finalement que leur rôle de médiateurs facilitant l'émergence d'investisseurs stratégiques⁵⁸, par la concentration de la propriété en blocs d'actions pour pouvoir les leur revendre, l'a emporté sur leur rôle comme acteurs de la restructuration. La concentration de la propriété des entreprises privatisées par coupons aura finalement augmenté à travers la redistribution de la propriété, et la restructuration aura bien été réalisée par les nouveaux propriétaires des entreprises, comme cela avait été prévu initialement par le gouvernement de 1990-92, mais selon des modalités tout à fait imprévues.

⁵⁶ Voir le site de l'Union des fonds d'investissements de la République tchèque (UNISCR), www.uniscr.cz.

⁵⁷ Banque Mondiale (1999).

⁵⁸ A la différence du cas hongrois par exemple, où le gouvernement avait un rôle prépondérant dans le choix des repreneurs des entreprises privatisées, ce seront des agents privés qui auront trouvé des investisseurs stratégiques.

Seconde bifurcation des fonds bulgares : la transformation des fonds de coupons bulgares en organismes de placements collectifs

En 1998, la transformation des fonds de coupons bulgares en sociétés d'investissement gérant des participations inférieures à 10 % dans les entreprises ne semblait pas constituer une alternative attrayante, pour plusieurs raisons. D'une part, dans le contexte de crise économique et politique dans lequel se déroulait la privatisation de masse, caractérisé par l'hyperinflation, la baisse vertigineuse de la production, la chute du gouvernement de gauche en janvier 1997 et l'absence de perspectives d'investissements étrangers à court terme, le risque systémique pour les investissements de portefeuille a été qualifié de « prohibitif ». D'autre part, la variété des valeurs mobilières sur les marchés financiers embryonnaires était très réduite⁵⁹, empêchant les futures sociétés d'investissement de diversifier les risques. Enfin, les exigences légales très strictes (investissement d'au moins 10 % du capital en instruments du marché monétaire, plafond de 10 % pour les investissements sur le marché hors-cote, interdiction de s'engager dans des activités bancaires ou d'assurance) qui leur étaient imposées en vue de prévenir les dérapages comme le « *tunneling* » tchèque ou les « pyramides » bulgares, ont élargi la surveillance sur les sociétés d'investissement, normalement exercée par leurs actionnaires, à la Commission des bourses et des valeurs mobilières. Pour toutes ces raisons, les gains anticipés de la transformation en société d'investissement ont été évalués par les fonds de coupons comme beaucoup plus faibles et incertains que ceux découlant de la transformation en holding. Le très petit nombre de fonds ayant emprunté cette bifurcation (6 sur 81) et le fait que ceux qui l'ont fait ont hésité jusqu'au dernier moment illustrent leur réticence à l'égard de cette voie.

L'évolution d'un des six fonds, Kaliman, offre un exemple de conservation du caractère hybride après la transformation. Son portefeuille initial contenant principalement des participations inférieures à 25 %, Kaliman a opté pour la forme de société d'investissement, mais, ne respectant pas la limite maximum de 10 % pour les participations dans ses sociétés, il a été obligé de prendre la forme légale d'une société holding, alors qu'il ne cherchait pas pour autant à consolider ses participations au-delà des 25 % (il n'en détient qu'une) ; il a finalement été le seul fonds à profiter d'un vide juridique pour retirer ses titres de la cotation boursière⁶⁰.

Contrairement au cas tchèque, les sociétés d'investissement bulgares étaient libres de choisir la forme légale de société ouverte ou fermée. Initialement, tous les fonds transformés en sociétés d'investissement ont opté pour la forme fermée. En 1999, la plus grande de ces sociétés (Zlaten Lev) a évolué vers la forme ouverte.

L'analyse de la deuxième bifurcation du tronc commun suggère que les choix politiques tchèques et bulgares se sont révélés décisifs pour l'orientation des fonds de coupons vers des organismes d'investissement collectif plus classiques. Dans les deux

⁵⁹ Le marché obligataire ne s'est mis à fonctionner véritablement qu'à partir de l'an 2000.

⁶⁰ Cela a été réalisé par la fusion de la holding cotée avec une société non cotée créée par les fondateurs du fonds de coupons Kaliman. Le gouvernement a réagi un an plus tard par une modification de la loi sur les valeurs mobilières postulant que la société résultant de la fusion, de l'absorption ou de la scission entre sociétés cotées et non cotées est nécessairement cotée.

pays, on observe une volonté d'alignement de la réglementation relative à ce type d'intermédiaire financier sur celle de l'Union européenne (d'emblée en Bulgarie, progressivement en République tchèque). Instaurée dans un contexte différent dans les deux pays, cette réglementation n'a toutefois pas produit les mêmes effets. De plus en République tchèque, le gouvernement a délibérément choisi de modifier radicalement la nature des fonds de coupons pour endiguer la décapitalisation des entreprises par les fonds et permettre l'assainissement des marchés financiers. Dans les deux pays, on observe également la persistance de la nature hybride d'un certain nombre de fonds initiaux ou transformés.

Les fonds de coupons tchèques et bulgares du tronc commun ont ainsi surmonté les contradictions inhérentes à leur forme initiale en empruntant deux branches, la transformation en sociétés holdings ou en organismes de placements collectifs, mais les proportions de fonds ayant choisi chaque branche sont asymétriques et opposées dans les deux pays : davantage de fonds tchèques ont conservé la forme de fonds d'investissement et se transforment progressivement en organismes de placements collectifs, tandis que la majorité des fonds bulgares a opté pour la forme holding. Le rôle des héritiers des fonds de coupons tchèques et bulgares dans la structure de propriété de leur économie a donc divergé, les ex-fonds bulgares conservant une influence beaucoup plus importante que leurs homologues tchèques qui ne constituent plus des actionnaires importants des entreprises.

CONCLUSION

La similarité des programmes de privatisation de masse et des fonds de coupons initiaux tchèques et bulgares a débouché sur une évolution différenciée de la nature des fonds de coupons et de leur pouvoir économique relatif, du fait des différences dans le contexte des privatisations de masse et dans les stratégies des acteurs, en particulier des gouvernements. Il semble que les gouvernements bulgares n'aient pas eu le recul nécessaire pour tirer tous les enseignements des dysfonctionnements des fonds de coupons et des holdings tchèques. Les perspectives d'évolution des fonds tchèques et bulgares sont donc contrastées.

En République tchèque, leur capacité à canaliser l'épargne de la population et à exercer une gouvernance passive (*exit*) sur les entreprises va dépendre de la progression de l'assainissement des marchés financiers : si les autorités ne relâchent pas leur effort, d'ici quelques années les fonds transformés en fonds mutuels ouverts seront devenus des organismes de placements collectifs classiques, les holdings auront disparu ou se comporteront comme des fonds de capital-risque, et le système financier tchèque continuera de converger avec les systèmes européens. Dans le cas contraire, les fonds mutuels resteraient des organismes financiers trop sophistiqués par rapport au niveau de développement des marchés financiers, les holdings pourraient continuer à décapitaliser les entreprises, et il faudrait s'attendre alors à ce que les dysfonctionnements des fonds se perpétuent.

En Bulgarie, l'évolution des fonds est plus incertaine. Le processus de transformation du secteur des fonds de coupons n'est pas encore terminé puisque la deuxième vague

de privatisations de masse est encore en cours, et le rôle des fonds de pension n'apparaît pas encore clairement. La bifurcation des fonds vers des organismes de placements collectifs comme en République tchèque paraît peu probable pour l'instant compte tenu de la consolidation des groupes économiques des holdings. La réglementation et la surveillance des marchés financiers doivent donc être renforcées, pour que les holdings puissent jouer un rôle de propriétaires actifs et restructurer les entreprises, et ne puissent pas les décapitaliser. La convergence avec les systèmes financiers européens est beaucoup plus limitée qu'en République tchèque.

La persistance à moyen terme de holdings tchèques et bulgares, ainsi que de certaines sociétés d'investissement tchèques, comme variantes relativement inefficaces des investisseurs institutionnels occidentaux, constitue un héritage des privatisations de masse qui influence l'évolution globale de ces deux pays en transition, et aboutit pour l'instant à l'émergence d'un nouveau type de système financier capitaliste, qui accroît la diversité des systèmes existants⁶¹.

⁶¹ Les auteurs remercient B. Chavance, J. De Sousa, M. Mesnard, J-F. Nivet, J-P. Pagé pour leurs remarques stimulantes sur une version antérieure de ce texte, ainsi que P. Sera de l'Union des fonds d'investissement de la République tchèque pour son aide pour la collecte des données. Ils restent toutefois responsables de leurs propos.

Bibliographie

- Banque Mondiale, 1999, *Czech Republic Country Report : Toward EU Accession*, Washington DC.
- Batchvarova, A., 1998, « Le rôle des fonds de privatisation transformés en holdings dans le processus d'investissement », *Bulletin de la Commission des bourses et des valeurs mobilières*, nE11-12, via Internet (en bulgare).
- Brom, K., Orenstein, M., 1994, « The privatized sector in the Czech Republic : government and bank control in a transitional economy », *Europe-Asia Studies*, vol. 46, nE6, pp. 893-928.
- Center for Mass Privatization, 1996, *Mass Privatization in Bulgaria : Opportunities for Foreign Investors*, Sofia, 43 p.
- Center for the Study of Democracy, 1999, « Current issues of corporate governance in Bulgaria », *Expert Discussion*, janvier, via Internet.
- Claessens, S., Djankov S., Pohl G., 1997, « Ownership and corporate governance : evidence from the Czech Republic », *World Bank Policy Research Working Paper*, nE1737, Washington DC, 20 p.
- Coffee, J., 1996, « Institutional investors in transitional economies. Lessons from the Czech experience », in R. Frydman, C. Gray, A. Rapaczynski, dir., *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, CEU Press, Budapest, pp. 111-186.
- Desai, R., Plockova, V., 1997, « The Czech Republic », in I. Lieberman, S. Nestor, R. Desai, dir., *Between State and Market, Mass Privatization in Transition Economies, Studies of Economies in Transformation*, nE23, World Bank-OECD, Washington DC, pp. 190-196.
- Egerer, R., 1995, « Capital markets, financial intermediaries and corporate governance : an empirical assesment of the top ten voucher funds in the Czech Republic », *World Bank Working Paper*, nE1555, Washington DC.
- Ellerman, D., 1998, « Voucher privatization with investment funds. An institutional analysis », *World Bank Policy Research Working Paper*, nE1924, mai, 12 p.
- Frydman, R., Gray, C., Hessel M., Rapaczynski, A., 1997, « Private ownership and corporate performance : some lessons from transition economies », *World Bank Policy Research Working Paper* nE1830, Washington DC, 54 p.
- Gueorguiev, I., Keremidchiev, S., 1999, *La Gouvernance dans les entreprises privatisées*, BARMP, Sofia, 110 p. (en bulgare).
- Grosfeld, I., Roland, G., 1995, « Defensive and strategic restructuring in central european enterprises », *CEPR Discussion Paper*, nE1135, 56 p.
- Hanousek, J., Kocenda, E., 1998, « The impact of Czech mass privatization on corporate governance », in Tchipev et al., dir., *Mass Privatization Schemes in Central and East European Countries. Implications on Corporate Governance*, Gorex Press, Sofia, pp. 117-134.
- Hashi, I., 1998, « Mass privatization and corporate governance in the Czech Republic », *Economic Analysis*, vol. 1, nE2, pp. 163-187.
- Hirschman, A. O., 1970, *Exit, Voice and Loyalty*, Harvard University Press, Harvard.
- Koleva, P., 1999, « Bulgarie », in J-P. Pagé, dir., « Tableau de bord des pays d'Europe centrale et orientale 1999 : dix ans de transition », tome 2, *Les Etudes du CERI*, nE58, novembre, pp. 4-11.
- Kotrba, J., Svejnar J., 1994, « Rapid and multifaceted privatization : experience of the Czech and Slovak Republics », *MOCT-MOST*, nE2, pp. 147-185.
- Lastovicka, R., Marcincin A., Mejstrik, M., 1995, « Corporate governance and share prices in voucher privatized companies », in Svejnar, J., dir., *The Czech Republic and Economic Transition in Eastern Europe*, Academic Press, New York, pp. 199-209.
- Mejstrik, M., 1997, dir., *The Privatization Process*

in East-Central Europe. Evolutionary Process of Czech Privatizations, Kluwer, Dordrecht, 330 p.

Mejstrik, M., 1999, « Privatization, foreign investment and corporate governance : theory and Czech practice », compte rendu du projet ACE *Corporate Governance, Privatization and Industrial Policy*, Prague, 19 p.

Mertlik, P., 1998, « Case study of restructuring : the Czech Republic », papier présenté au séminaire de la Commission économique pour l'Europe, *Enterprise and Bank Restructuring in the Transition Economies*, Genève, 20 avril, 13 p.

Miller, J. B., Petranov S., 2000, « The first wave of mass privatization in Bulgaria and its immediate aftermath », *Economics of Transition*, vol. 8, nE1, pp. 225-250.

OCDE, 1998, *Etudes économiques de l'OCDE, La République tchèque*, Paris.

Pamouktchiev, H., Parvulov, S., Petranov, S., 1997, « Process of privatization in Bulgaria », in D. Jones, J. Miller, dir., *The Bulgarian Economy : Lessons From Reform During Early Transition*, Aldershot, Ashgate, pp. 205-230.

Pistor, K., Spicer, A., 1997, « Investment funds in mass privatization and beyond : evidence from the Czech Republic and Russia », in I. Lieberman, S. Nestor, R. Desai, dir., *Between State and Market, Mass Privatization in Transition Economies, Studies of Economies in Transformation*, nE23, World Bank-OECD, pp. 96-106.

SEC, Czech Securities Exchange Commission database, www.sec.cz

Simoneti, M., Estrin, S., Böhm, A., dir., 1999, *The Governance of Privatization Funds, Experiences of the Czech Republic, Poland and Slovenia*, Elgar, Cheltenham, 187 p.

Tchipev, P., 1998, « Bulgarian mass privatization scheme. Implications on corporate governance », in P. Tchipev, J. Backhaus, F. Stephen, dir., *Mass Privatization Schemes in Central and East European Countries. Implications on Corporate Governance*, Gorex Press, Sofia, pp. 77-116.

Union des fonds d'investissement de la République tchèque (UNISCR), www.uniscr.cz

Vincensini, C., 1999, « République tchèque », in J-P. Pagé, dir., « Tableau de bord des pays d'Europe centrale et orientale 1999 : dix ans de transition », tome 1, *Les Etudes du CERI*, nE57, novembre, pp. 47-53.

Weiss, A., Nikitin, G., 1998, « Performance of Czech companies by ownership structure », *Working paper* nE186, William Davidson Institute, juin, 42 p.

A n n e x e s

Tableau 1
Les différents types de fonds de coupons et leur réglementation

République tchèque			Bulgarie	
Formes initiales de fonds de coupons	Forme légale et réglementation (lois de 1990-92)	Evolution de la réglementation	Formes initiales de fonds de coupons	Forme légale et réglementation
Fonds d'investissement pour la privatisation (FIP)	- société par actions - réglementation du portefeuille: participation de 20% max. dans une entreprise; 10% max. des actifs du fonds investis dans le même titre	1998: - transformation obligatoire en fonds mutuel ouvert d'ici à 2002 - participation de 11% max. dans une entreprise	Fonds de privatisation	- société par actions - participation de 34% max. dans une entreprise; 10 % max. des actifs investis dans des entr. ne participant pas aux privat. de masse. - 25 % max. du capital du fonds investis dans des bons du Trésor
Société d'investissement	- société par actions - fonde un ou plusieurs fonds d'investissement et/ou fonds mutuels - ses fonds peuvent détenir 20% max. d'une entreprise	Le plafond de 20 % est aboli en 1998		
Fonds mutuel fermé	- pas de personnalité morale - ses parts ne se négocient que sur le marché secondaire - portefeuille soumis aux mêmes réglementations que les FIP	1996: l'ouverture du capital est autorisée 1998: - cette ouverture est obligatoire d'ici à 2002 - participation de 11% max. dans une entreprise		
Fonds mutuel ouvert	- pas de personnalité morale - ses parts peuvent être rachetées à leur valeur liquidative - portefeuille soumis aux mêmes réglementations que les FIP	1998: participation de 11% max. dans une entreprise		
Fonds de coupons transformés (après la fin des privatisations de masse)				
Holding	- société par actions - transformation des fonds de coupons en holdings possible à partir de fin 1995 - portefeuille non réglementé - exigences de publication d'information moins strictes	1996: conditions plus restrictives gouvernant la transformation en holdings 1998 : transformation en holdings interdite	Holding	- société par actions - transformation possible avant mars 1998 - participation de 25% min. dans une entreprise - exigences de publication d'information moins strictes
Fonds mutuel ouvert	Voir ci-dessus. Forme obligatoire pour tous les FIP et fonds mutuels issus de la privatisation de masse à partir de 2002.		Société d'investissement	- société par actions - transformation possible avant mars 1998 - participation de 10% max. dans une entreprise; 10% max. des actifs de la société investis dans le même titre - initialement fermée, ouverture possible.

Tableau 2
Caractéristiques principales de la privatisation de masse et des fonds de coupons tchèques et bulgares

	République tchèque		Bulgarie
	Première vague	Deuxième vague	Première vague
Ampleur du programme de privatisation par coupons	13% des actifs des entreprises d'Etat (1664 entreprises) env. 11,3 mds \$		14% des actifs des entreprises d'Etat (1040 entreprises) env. 1,3 mds \$
Nombre de fonds de coupons	265 FIP	350 (116 fonds mutuels fermés, 38 fonds mutuels ouverts, 196 FIP dont 138 de la première vague)	81 fonds de privatisation
Part des coupons transférés aux fonds	72%	64%	80%
Concentration des coupons au sein des fonds	Les 10 plus grands fonds collectent 67% des coupons		Les 17 plus grands fonds collectent 57% des coupons
Fondateur des fonds de coupons	Institutions financières d'Etat, agents privés financiers et non financiers		Institutions financières d'Etat, hauts fonctionnaires et dirigeants des entreprises d'Etat, groupes privés financiers et/ou industriels, personnes physiques
Propriété croisée dans le secteur financier (entre banques et fonds)	Imprévue, de grande ampleur		Limitée par la réglementation et presque inexistante
Fonds de coupons transformés	32% des fonds transformés en holdings, 42* fonds d'investissement et fonds mutuels fermés transformés en fonds mutuels ouverts jusqu'en août 2000		91% des fonds de coupons transformés en holdings, 7,5% en sociétés d'investissement et 1 fonds liquidé
<p>Sources: Nos calculs d'après les données de la Commission tchèque des opérations de Bourse (SEC) et de l'Union des fonds d'investissement (UNISCR); Kotrba et al. (1994); Hanousek et Kocenda (1998); Gueorguiev et al. (1999); Tchipev (1998). * Ce chiffre comprend tous les fonds ayant ouvert leur capital, qu'ils soient issus de la privatisation de masse ou non.</p>			

Tableau 3
Grandes étapes des privatisations
et de l'évolution des portefeuilles des fonds de coupons tchèques et bulgares

	Première vague	Deuxième vague	Réorganisation des participations
République tchèque	1992-93	1993-94	<ul style="list-style-type: none"> • 1995-98 : consolidation des participations de contrôle (« 3^{ème} vague de privatisation ») • Depuis 1998 : vente des participations de contrôle par les fonds
Bulgarie	1996-97	1998-2001	<ul style="list-style-type: none"> • mi-octobre 1997-2000 : consolidation des participations de contrôle acquises durant la 1^{ère} vague

Tableau 4
Répartition des entreprises vendues par les fonds de l'échantillon par type de propriétaire majoritaire

Propriétaire de l'entreprise *	Nombre d'entreprises	Proportion
Investisseur stratégique tchèque	53	34
Investisseur stratégique étranger	43	27,5
Fonds de coupons	10	6,4
Investisseur institutionnel tchèque	3	2
Individu	4	2,5
Etat	6	3,9
Information non disponible	37	23,7
Total	156	100%

Les entreprises sont classées en fonction du propriétaire qui détient la part la plus importante. Un autre type de propriétaire est souvent minoritaire, mais les entreprises comptent rarement plus de trois propriétaires détenant plus de 10% du capital.

Sources : Nos calculs d'après le registre du commerce, sur www.justice.cz, et d'après le Prague Securities Center, sur <http://stock.eunet.cz/>.

Schéma 1
Intermédiation à deux niveaux et propriété croisée financière

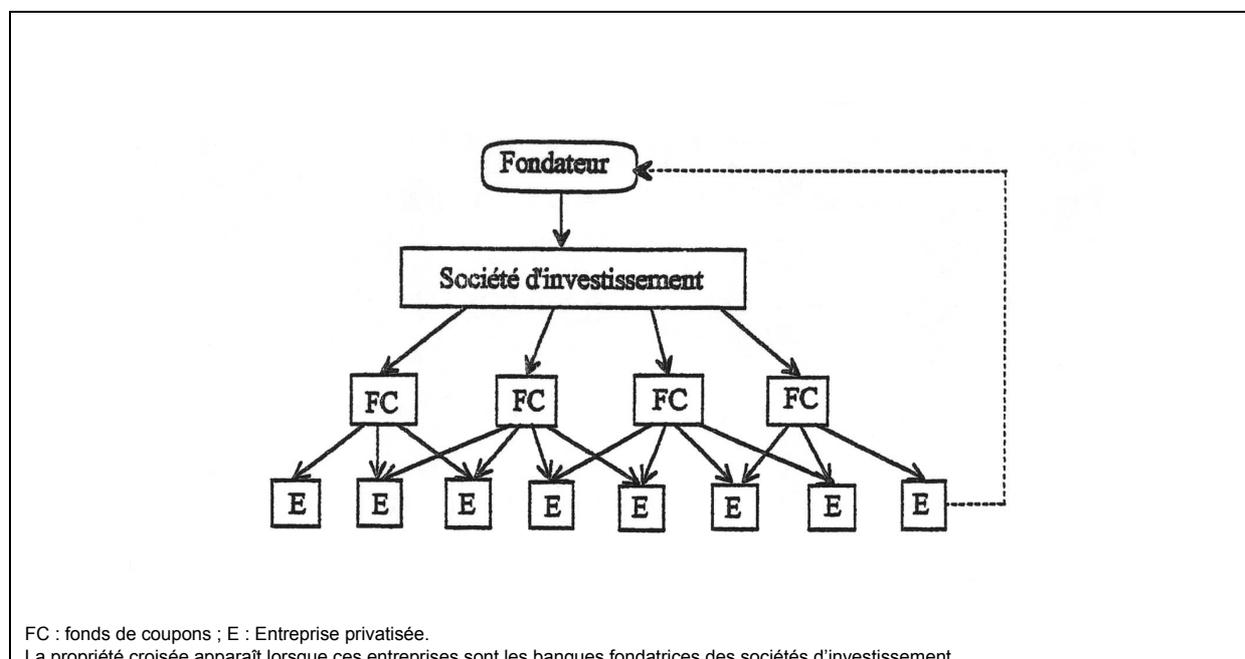
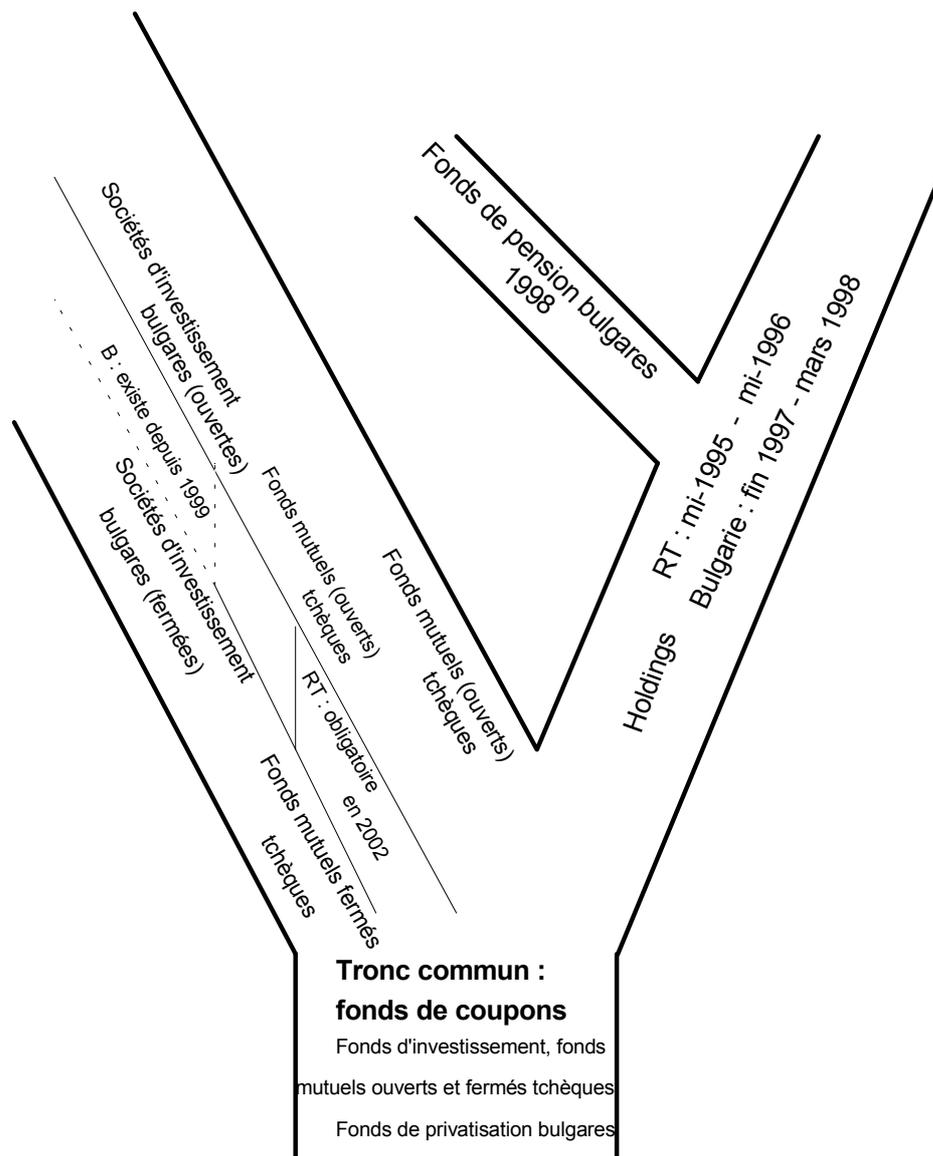


Schéma 2
Trajectoires d'évolution des fonds de coupons



B : Bulgarie
RT : République tchèque