

JEAN-FRANÇOIS NIVET <sup>1</sup>

# LES SPÉCIFICITÉS DE LA GRANDE PRIVATISATION EN POLOGNE

**RÉSUMÉ.** Cet article étudie le processus polonais de privatisation, en le confrontant aux expériences des autres pays ex-communistes et en examinant trois grands thèmes : les modalités générales du processus, les progrès enregistrés en matière de « grande privatisation » industrielle et les apports des programmes de privatisation de masse <sup>2</sup>.

L'analyse initiale montre que les pays d'Europe centrale et orientale se différencient avant tout par les progrès enregistrés dans le transfert au secteur privé des unités moyennes et grandes de l'industrie. Sur ce plan là, les résultats en Pologne sont modestes, vue la portée limitée des reprises des actifs par les employés et la lenteur de la méthode par vente des actions. L'étude du statut de la propriété en 1994 réalisée pour ce qui étaient les 200 plus grandes entreprises polonaises en 1989, confirme le faible degré de privatisation de l'industrie polonaise et atteste la portée limitée, sur le plan quantitatif, du programme de privatisation de masse appliqué aujourd'hui.

Les politiques de privatisation doivent

de surcroît être jugées sur leur capacité à créer les conditions de restructuration des entreprises, notamment les conditions d'un gouvernement d'entreprise adapté. L'examen de la composition de l'actionnariat des 134 sociétés polonaises privatisées par capital entre 1990 et 1994 démontre que cette méthode a généralement conduit à la constitution d'un actionnariat concentré où domine un investisseur externe actif. Tel n'est généralement pas le cas d'autres pays plus rapides dans leur processus de transition, dont les stratégies ont profité à de nouveaux propriétaires, *insiders* en Russie, fonds d'investissement en République tchèque, dont les motivations et les capacités à restructurer restent incertaines. Ceci permet, dans un dernier temps, d'étudier précisément les dispositions institutionnelles propres au programme polonais de privatisation de masse et de voir, notamment dans la constitution d'intermédiaires tels que les Fonds nationaux d'investissement, un élément positif dont l'efficacité reste à confirmer dans la réalité.

1. Jean-François Nivet est maître de conférences à l'université Picardie Jules Verne (Amiens), membre du Centre de Recherche en Economie Politique, Publique et Régionale (CREPPRA, Amiens) et du laboratoire Réformes et Ouvertures des Systèmes Economiques (post)Socialistes (ROSES, université de Paris I).

2. Ce texte est une version partielle et révisée de l'article « La privatisation en Pologne : la terre de la grande promesse ? » présenté à la conférence « Secteur public en Europe occidentale et orientale : expériences françaises et polonaises », Varsovie, 9-10 décembre 1996. Il a aussi bénéficié des commentaires des participants au Séminaire théorique du ROSES, en particulier de Wladimir Andreff et Xavier Richet, ainsi que des critiques de deux rapporteurs anonymes. L'auteur remercie également Irena Grosfeld et Tadeusz Baczko qui ont contribué à la réalisation de ce travail.

« Les pays post-communistes ont le devoir de privatiser une économie et non un nombre limité d'entreprises ». Tel est le défi, ici décrit par Lewandowski (1994), que doivent relever les réformateurs des pays d'Europe de l'Est au seuil des années quatre-vingt-dix. Les débats portent alors sur les objectifs particuliers de la privatisation, son rythme, ses méthodes... Sept ans plus tard, l'examen des expériences nationales de privatisation conduit à un double constat. D'une part, la grande majorité des pays a, tôt ou tard, recouru, ou voulu recourir, à des programmes hétérodoxes de privatisation de masse, fondés sur une distribution massive et quasi gratuite de la propriété<sup>3</sup>. Mais, au-delà de cette tendance commune, apparaissent des éléments nationaux de différenciation, tenant aux objectifs assignés aux programmes, à leurs conditions de réalisation – en particulier au rôle joué par les *insiders* des entreprises –, enfin à leurs premiers effets<sup>4</sup>. Dans ce cadre, l'expérience polonaise se caractérise par une double particularité. En matière de stratégie, la Pologne a initialement opté pour une approche diversifiée, la loi de privatisation du 13 juillet 1990 prévoyant diverses méthodes comme la vente au cas par cas des entreprises, la reprise des actifs par leurs employés ou l'échange d'actions contre des coupons de privatisation. Sur le plan des résultats, la Pologne se distingue par un rythme lent de transfert des entreprises d'Etat, explicable en partie par l'application tardive d'un programme de privatisation de masse. Ces deux dimensions fondent l'intérêt de l'analyse de l'expérience polonaise.

La mise en perspective de l'expérience polonaise de privatisation permet dans un premier temps d'identifier les principales sources de la privatisation des économies en transition, le terme de privatisation étant initialement conçu dans son sens le plus large de croissance de l'activité privée au sein de l'économie. Ceci conduit, dans un second temps, à se concentrer sur une définition plus restreinte de la privatisation, à savoir le transfert des entités grandes et moyennes contrôlées par l'Etat, connu sous le nom de « grande privatisation », qui concerne en priorité les entreprises industrielles. Les résultats quantitatifs polonais dans ce domaine sont alors analysés, avant de porter un jugement complémentaire sur la structure de l'actionnariat des entreprises nouvellement privatisées. Des éléments de comparaison sont ensuite proposés, fondés sur l'expérience d'autres pays engagés dans la transition, comme la Hongrie, la Russie et la République tchèque. Cela permet d'identifier dans un dernier temps les spécificités du programme polonais de privatisation de masse et de conclure sur le lien entre privatisation et restructuration.

3. L'origine de ces propositions non orthodoxes est du reste polonaise, puisqu'une de leurs premières formulations est due à Lewandowski & Szomburg (1989).

4. Parmi les nombreux travaux consacrés à la privatisation en Europe centrale et orientale, on peut citer Frydman, Rapaczynski, Earle & alii (1993a,b) qui donnent une présentation détaillée des programmes nationaux, Estrin (1996) qui propose une analyse théorique et empirique des méthodes utilisées et de leurs effets, Grosfeld & Senik-Leygonie (1996) qui présentent une étude comparative des stratégies polonaise, russe et tchèque.

## Les modalités et dynamiques des processus nationaux de privatisation

L'examen du TABLEAU A1 en annexe permet d'identifier les points communs et les spécificités des processus de privatisation dans les pays en transition<sup>5</sup>. Le premier fait marquant consiste en la croissance, dans tous les pays, de la part des activités privées et ceci à partir de situations originelles différentes, fruits de l'évolution durant la période communiste : secteur privé marginal dans les économies planifiées traditionnelles (Bulgarie, Roumanie, ex-Tchécoslovaquie), secteur privé relativement actif dans les pays socialistes réformateurs (ex-Yougoslavie, Hongrie, Pologne), secteur non étatique important, au statut de propriété intermédiaire défini à partir de la fin des années quatre-vingt, dans l'ancienne Union soviétique.

Le premier vecteur de privatisation est l'entrée de nouvelles firmes privées, surtout dans le secteur peu capitalistique des services, qui était notoirement sous-développé dans les économies socialistes. Cette « privatisation par le bas », reflétée par la multiplication des sociétés commerciales et de personnes physiques<sup>6</sup>, trouve sa source dans la libéralisation intervenue au début de la transition (TABLEAU A2 en annexe) : libéralisation des conditions de création d'entités privées, nouvelles garanties sur les droits de propriété, libération des prix, des salaires et du commerce extérieur. A ceci est venu s'ajouter la « petite privatisation », qui a organisé le transfert rapide, essentiellement dans le secteur du commerce de détail, des petites unités contrôlées par l'Etat ou les collectivités locales. Alors que la Pologne a été la plus rapide dans ce domaine, pratiquement tous les pays en transition, y compris dans l'ancienne Union soviétique, ont aujourd'hui accompli cette tâche.

On peut toutefois identifier l'existence d'un seuil dans la part du secteur privé. Ainsi, le rythme rapide de privatisation de pays comme la République tchèque, la Russie ou la Lituanie et le franchissement du seuil de 50 % ont tenu à l'application de programmes hétérodoxes de grande privatisation par coupons. A l'opposé, les pays plus hésitants en matière de transfert des grandes unités productives d'Etat, comme la Roumanie, la Bulgarie et l'Ukraine, demeurent, fin 1994, en deçà de 50 %. Dans ce panorama, la Pologne, qui bénéficie d'une position initiale avantageuse, se distingue par un rythme de privatisation relativement lent, se traduisant par le maintien d'un nombre élevé d'entreprises d'Etat industrielles (TABLEAU A2 en annexe). L'examen de la part du secteur privé dans l'industrie principalement concernée par la grande privatisation, et la confrontation avec les mêmes chiffres

5. Toute donnée chiffrée sur la privatisation reste soumise à une forte incertitude. Le principal problème tient à la définition même du terme « secteur privé », des choix de classification devant être effectués selon le statut commercial (traitement des coopératives), la structure de capital (participations résiduelles de l'Etat, contrôle étatique indirect). La mesure de la part du secteur privé dans le PIB reste en outre affectée par les difficultés de mesure du PIB et notamment par l'existence d'activités « informelles ». Toutefois, ces incertitudes de données handicapent moins les raisonnements en termes de dynamiques nationales.

6. Cependant, un certain nombre de ces entreprises sont mortes ou « en sommeil ». En outre, les fonctions d'entrepreneur privé sont souvent exercées en complément d'une activité salariée principale.

dans les secteurs agricole et tertiaire, confirment le rôle prépondérant et les difficultés spécifiques de la grande privatisation industrielle. Il importe donc de se concentrer sur cet élément crucial du processus de privatisation.

## La grande privatisation et la privatisation par capital en Pologne

Trois méthodes principales ont contribué aux progrès de la grande privatisation :

- la privatisation par capital, définie dans la loi du 13 juillet 1990, consiste en la vente négociée ou par offre publique d'actions d'entreprises d'Etat préalablement transformées en sociétés commerciales détenues par le Trésor public (opération de « commercialisation ») ;
- la liquidation des entreprises d'Etat selon l'article 37 de la loi de 1990, prévoit la vente, la location-bail ou l'apport à une autre firme de tout ou partie des actifs de l'entreprise ;
- la liquidation des entreprises d'Etat en situation d'insolvabilité selon l'article 19 de la loi sur les entreprises d'Etat de 1981, organise la vente des actifs de l'entreprise.

Le TABLEAU 1 présente les résultats enregistrés dans le cadre de chacune de ces méthodes. La voie la plus utilisée a été la liquidation selon l'article 37, qui a abouti dans 91 % des cas à la reprise des actifs par une société créée par la majorité des employés de l'entreprise : la « liquidation » correspond donc dans ce cas à une forme d'auto-privatisation contrôlée de l'entreprise, qui contraste notamment avec les diverses formes de privatisation sauvage par les *insiders* observées notamment dans l'ancienne Union soviétique. Comme l'expliquent Boda & alii (1996), le succès de cette formule en Pologne tient notamment aux conditions financières relativement avantageuses accordées par l'Etat à ce type de reprise (taux d'intérêt préférentiels, éventuelle période de grâce de 2 ans pour le paiement des intérêts, possibilité d'inclure les paiements dans les coûts de l'entreprise). Cette méthode a concerné majoritairement des entreprises de taille faible ou moyenne, souvent dans le secteur du commerce, des services ou de la construction : apparemment, les secteurs plus intensifs en travail constituent la cible privilégiée d'une telle procédure, du fait du moindre coût de rachat du capital, de la plus grande souplesse de réorientation d'actifs moins spécifiques et de problèmes moins aigus d'aléa moral dans le comportement des employés propriétaires. Autant d'éléments qui, *a contrario*, soulignent l'inadaptation relative d'une telle approche aux entreprises industrielles de plus grande taille.

Il est en effet assez remarquable que la méthode de privatisation par capital, qui a surtout été appliquée aux entreprises industrielles, n'a donné que des résultats modestes, compte tenu des objectifs initiaux ambitieux : seules 159 sociétés ont été privatisées selon cette formule, soit seulement un peu plus d'un tiers des entreprises destinées à être privatisées ainsi. De plus, on observe depuis 1993 un déclin du nombre d'entreprises vendues dans ce cadre : ce constat s'observe au

demeurant pour toutes les méthodes employées, mais à un stade de 'maturation' plus avancé. Ces rendements décroissants sont sans doute partiellement attribuables à l'attentisme engendré par la négociation du Pacte sur l'Entreprise d'Etat, par le gouvernement Suchocka entre mi-92 et mi-93, puis aux attermoissements consécutifs aux changements politiques. Plus fondamentalement, ils renvoient aux limites de toute méthode de mise en vente au cas par cas. Reconnus très tôt par certains auteurs, comme Grosfeld (1990), Lipton & Sachs (1990), Frydman & Rapaczynski (1994), les obstacles à ce type de privatisation sont en fait très nombreux : une préparation longue et difficile des documents légaux, une évaluation laborieuse, incertaine et coûteuse des entreprises<sup>7</sup>, l'absence d'une infrastructure financière moderne, une pénurie de capital financier domestique prêt à s'investir (d'autant plus que l'attrait des firmes proposées est décroissant), enfin un nombre limité d'investisseurs stratégiques nationaux. Ceci explique sans doute, qu'en Pologne, 50 % des 134 entreprises industrielles vendues selon cette formule ont été cédées à un investisseur actif étranger. Or, sur ce plan aussi, le nombre potentiel de repreneurs étrangers s'avère bien inférieur à l'offre d'entreprises à privatiser<sup>8</sup>.

TABLEAU 1

Flux annuels d'entreprises incluses dans la grande privatisation								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Total	Dont industrie
Commercialisées, dont	58	250	172	156	208	233	1077	910
- pour privatisation par capital	58	186	53	26	36	51	410	424
- pour privatisation de masse	0	64	119	19	128	182	512	351
- pour restructuration	0	0	0	111	44	0	155	135
Privatisées par capital, dont	6	24	22	46	36	25	159	134
- avec participation étrangère	0	7	17	27	13	9	73	67
Liquidées selon l'article 37								
- ayant accompli leur liquidation	15	227	307	184	180	126	1039	nd
- ayant débuté la liquidation	44	372	246	203	120	113	1098	380
Liquidées selon l'article 19								
- ayant accompli leur liquidation	3	29	89	94	82	86	383	nd
- ayant débuté la liquidation	28	506	263	294	155	133	1379	531

Source : GUS (office national de statistiques), (1995a p. 338), (1996a p. 338-339), (1996b p. 30, 34, 36).

7. Pour une discussion des problèmes d'évaluation utilisant les prix ultérieurement cotés en Bourse de Varsovie, voir Nivet (1997b).

8. Un autre élément d'explication du rythme décroissant des ventes d'entreprises peut également tenir au fait que les premières firmes privatisées étaient probablement les plus faciles à céder.

Il est intéressant, enfin de relever que ces difficultés à privatiser s'accroissent, apparemment, avec la taille des entreprises concernées. Ceci ressort de l'analyse du statut de propriété, en 1994, des 200 plus grandes entreprises industrielles polonaises, classées selon le chiffre d'affaires en 1989<sup>9</sup>. Une fois décomptées 19,5 % d'entreprises, pour lesquelles il s'est avéré impossible de définir ce statut en 1994, il ressort que les 80,5 % restant se décomposent en 2,5 % d'entreprises privatisées selon l'article 37, 6,5 % privatisées par la méthode de capital<sup>10</sup>, dont 2,5 % avec un investisseur stratégique étranger ; enfin 71,5 % de ces firmes étaient encore publiques (sous un statut d'entreprise d'Etat ou de société commercialisée), 13 % d'entre elles faisant partie des 512 sociétés du programme de privatisation de masse. La disproportion de ces chiffres confirme la faible amplitude de grande privatisation en Pologne. Il faut en outre noter l'absence de liquidations pour raison d'insolvabilité (article 19). On peut sans doute y voir une manifestation de la réticence des autorités à mettre en faillite les firmes importantes (principe du « too big to fail ») et, en conséquence, s'interroger sur l'effet disciplinaire qu'aurait pu avoir sur les grandes entreprises publiques l'existence de cet article. Enfin, on est conduit à porter un jugement mitigé sur la portée du programme de privatisation de masse : s'il permet de faire un bond non négligeable dans le nombre total de privatisées, il n'en demeure pas moins très modeste par rapport au potentiel à privatiser.

Finalement, les résultats enregistrés en Pologne par les méthodes de grande privatisation, spécialement industrielle, ont été modestes, comme le confirment les données d'emploi (TABLEAU A3 de l'annexe). Si la reconnaissance précoce de l'insuffisance des méthodes traditionnelles de privatisation a conduit dès 1991 à la mise au point d'un programme de privatisation de masse, celui-ci n'a été voté qu'en 1993, n'a été mis en application qu'en 1995<sup>11</sup> et n'a concerné que 512 sociétés, dont 351 appartenant au secteur industriel.

## La structure initiale de l'actionnariat des sociétés privatisées par capital

Au-delà de son rythme, un aspect essentiel de la grande privatisation tient à la composition et à la structure du nouvel actionnariat privé, qui conditionnent en partie l'efficacité de l'opération de privatisation. En effet, comme le montrent Lipton & Sachs (*op. cit.*), Frydman & alii (1993) et Frydman & Rapaczynski (*op. cit.*), ces deux éléments contribuent à la détermination des modes de gouvernement et de contrôle de l'entreprise et, par conséquent, influent sur les modalités de restructuration. De ce point de vue, deux situations extrêmes sont théoriquement dangereuses. D'une part, le contrôle de l'entreprise par les *insiders* (managers et/ou employés de l'entreprise) peut conduire à des décisions biaisées vers le court

9. Ainsi, le plan de privatisation de Lipton & Sachs (1990) avait pour but la privatisation en quatre ans des 500 plus grandes entreprises d'Etat industrielles polonaises.

10. L'emploi moyen en 1989 des 200 entreprises étudiées était de 5264 employés, de 2909 employés pour les entreprises ultérieurement privatisées par capital, de 1909 employés pour celles liquidées ensuite selon l'article 37.

11. Sur le destin politique tortueux du programme, voir Lewandowski (1994).

terme et contraires aux intérêts des propriétaires extérieurs, comme la distribution de gains aux *insiders* au détriment de l'investissement <sup>12</sup>. Il peut en sus restreindre les capacités de recours aux financements externes et accroître leur coût. D'autre part, une structure dispersée de l'actionnariat peut mener à l'absence de surveillance de la gestion de l'entreprise et de ses dirigeants, du fait du comportement de passager clandestin de chaque actionnaire individuel. Dès lors, une analyse plus qualitative de la privatisation s'avère nécessaire, dans la mesure où elle sous-tend le jugement sur les différentes stratégies nationales de privatisation, par exemple entre Boycko & *alii* (1995), qui se félicitent de la désétatisation rapide en Russie, et Andreff (1995), qui pointe les différences majeures existant entre les entreprises privatisées des économies en transition et de véritables entreprises privées.

Afin de vérifier que la privatisation par capital, principale méthode de privatisation appliquée à l'industrie, a produit une structure satisfaisante de l'actionnariat privé, nous avons étudié la composition de l'actionnariat issu de la privatisation, pour chacune des 134 sociétés privatisées selon cette technique en Pologne, entre 1990 et 1994. Ceci a permis d'établir la structure moyenne de l'actionnariat (TABLEAU 2) et la fréquence des opérations selon le type d'investisseurs dominants (TABLEAU 3). Ceci fait ressortir des résultats assez nets. La vente à un (ou des) investisseur(s) actif(s) a été privilégiée, un peu moins cependant pendant les deux premières années où le recours à l'offre publique a été plus fréquent. Ceci s'explique notamment par le caractère démonstratif et symbolique des premières opérations de privatisation, largement ouvertes aux citoyens polonais. En revanche, la vente aux managers a été tout à fait marginale alors que la vente aux employés a joué un rôle important, ceux-ci constituant le plus souvent le second actionnaire (en termes agrégés) de l'entreprise privatisée. Ce constat

TABLEAU 2

	Répartition moyenne des actions*				
	En % du nombre total d'actions de l'entreprise				
	1990-91	1992	1993	1994	1991-94
	27 entr.	24 entr.	47 entr.	36 entr.	134 entr.
Vendues à un investisseur actif	37,9	72,1	66,0	61,8	60,3
Vendues par offre publique	25,4	1,7	5,6	8,3	9,6
Vendues aux managers	12,8	1,2	1,2	0,1	3,2
Vendues préférentiellement (aux employés essentiellement)	15,7	15,1	17,8	3,9	13,2
Non vendues, dont	8,2	9,9	9,4	25,9	13,7
- actions à conditions préférentielles non vendues	3,2	5,9	3,9	16,5	7,5

\* Part moyenne des actions ou des participations ; par construction, la somme en colonne des pourcentages est égale à 100.

Source : Ministerstwo Przekształcen Własnościowych (1995), pp. 51-64, calcul de l'auteur.

12. Pour une analyse théorique du contrôle et de la propriété des employés, voir Nuti (1995) et Nivet (1997a).

TABLEAU 3

Identité des principaux actionnaires	En % du nombre d'opérations				
	1990-91	1992	1993	1994	1991-94
<i>Part majoritaire (absolue ou relative) du capital</i>					
- vendue à un investisseur actif	51,9	91,6	83,0	83,4	78,4
- vendue par offre publique	37,0	4,2	8,5	8,3	13,4
- vendue aux managers	11,1	0,0	0,0	0,0	2,2
- non encore vendue	0,0	4,2	8,5	8,3	6,0
<i>Première part minoritaire du capital</i>					
- vendue à un investisseur actif	0,0	8,3	10,6	2,8	6,0
- vendue par offre publique	1,9	0,0	2,1	5,6	2,6
- vendue aux managers	1,9	0,0	0,0	0,0	0,3
- vendue préférentiellement (aux employés essentiellement)	74,1	66,7	70,2	11,1	54,5
- non encore vendue	22,1	25,0	17,0	80,5	36,6
<i>Part de 5% du capital réservée pour la reprivatization</i>	22,2	8,3	10,6	50,0	23,1

Par construction, sauf pour la dernière ligne, la somme des pourcentages figurant dans une cellule est égale à 100.

Source : Ministerstwo Przekształcen Własnościowych (1995), pp. 51-64, calcul de l'auteur.

renvoie à l'existence d'une disposition de la loi permettant aux employés d'acquérir jusqu'à 20 % des actions avec une réduction de 50 % sur le prix, avec une limite sur le montant de la réduction par employé. Toutefois, dès lors que cette participation reste minoritaire et ne permet pas généralement d'assurer le contrôle de la firme, elle se justifie en termes de compensation des ayants-droit susceptibles de perdre à l'opération de privatisation et peut de surcroît contribuer à réfréner les éventuels abus de pouvoir de l'actionnaire majoritaire. Néanmoins, on relève que les employés, manquant de ressources financières, malgré le rabais concédé, n'ont pas toujours acquis toutes les actions qui leur étaient réservées. L'actionnariat du Trésor public, explicable également par la réservation d'actions pour la reprivatization, se révèle néanmoins faible en moyenne.

Au total, la structure initiale de l'actionnariat des sociétés privatisées par capital paraît satisfaisante, au regard des considérations théoriques évoquées plus haut. Elle peut en outre évoluer, notamment pour les sociétés cotées en Bourse<sup>13</sup>. Cependant, l'expérience polonaise confirme que la vente de blocs majoritaires à des investisseurs actifs est un processus long, qui s'applique mal quand il y a un nombre important d'entreprises à privatiser. La principale question, posée très tôt dans le débat normatif, porte donc sur la possibilité de concilier efficacité et rapidité du processus de grande privatisation. Sur ce plan, les expériences plus ou moins rapides observées dans les différents pays, dont la Pologne, avec son pro-

13. Sur les 134 entreprises, 31 étaient cotées à la bourse de Varsovie fin 1995.



gramme de privatisation de masse lancé en 1995, apportent des réponses contrastées. On commence par comparer les grandes lignes des programmes adoptés en Hongrie, en Russie et en République tchèque ; puis on présente de manière plus détaillée le programme polonais en cours depuis trois ans.

## Quelques éléments d'analyse comparative des politiques de grande privatisation

L'expérience hongroise de grande privatisation, analysée notamment par Ludanyi (1995), confirme un certain nombre d'interprétations avancées dans le cas de la Pologne. Dans un premier temps, les premier et second « Programmes de privatisation » (1990 et 1991), reposant sur la vente centralisée à des prix de marché de quelques dizaines de grandes compagnies, se sont soldés par un échec : aux difficultés de fixation du « juste prix » s'ajoutait la menace politique sous-jacente à une présence massive des investisseurs étrangers parmi les acquéreurs. Ensuite, à partir de 1993, la part des investisseurs nationaux a augmenté, en réponse à la décentralisation du processus de décision et à diverses procédures : une offre de crédits avantageux en termes d'accès, de taux d'intérêt et de calendrier de remboursement et diverses méthodes de vente préférentielle aux employés et aux managers – actions préférentielles, reprise par les dirigeants, programme ESOP (Employee Stock Ownership Programme, juin 1992)<sup>14</sup>. Au total, sur 1848 entreprises d'Etat hongroises à privatiser fin 1989, 923 étaient sous propriété privée à plus de 50 % en mai 1995, dont 209 via le programme ESOP qui a concerné principalement des firmes petites et moyennes de secteurs intensifs en travail.

Pourtant, même après la nouvelle loi de privatisation de mai 1995, votée par la nouvelle coalition élue en 1994, un conflit semble demeurer entre la volonté de favoriser les investisseurs locaux et l'objectif de maximisation des revenus budgétaires tirés des ventes, justifié par les pressions croissantes du budget de l'Etat et de la dette externe. Ce second objectif n'a été atteint, au moins partiellement, que parce que la Hongrie a bénéficié, pour des raisons qu'il reste à mieux comprendre, d'une bonne image auprès des investisseurs étrangers<sup>15</sup>. En revanche, il a été peu présent dans le cas de la Pologne, où d'ailleurs les recettes financières de l'Etat ont été relativement limitées, ce qui renvoie au rythme peu soutenu de la privatisation par capital qui constitue la source majeure de recettes (TABLEAU A4 de l'annexe). Ainsi, l'aspect financier de la privatisation peut difficilement être mis au premier plan, d'autant plus qu'il existe un décalage temporel entre le moment où les besoins sont les plus vifs et le moment où les recettes sont les plus significatives<sup>16</sup>.

14. Au printemps 1994 a aussi été mis au point un programme de masse. Celui-ci excluait pourtant un transfert gratuit de la propriété et reposait sur un crédit accessible à tout citoyen majeur après paiement d'un droit d'entrée. Ce programme, développé à la hâte à la veille des élections législatives, fut condamné par les résultats du vote.

15. Selon E.B.R.D. (1995), l'investissement direct étranger dans les 24 économies en transition a représenté un montant cumulé sur la période 1989-1994 de 17,709 milliards de dollars, dont 6,913 milliards ont rejoint la Hongrie, contre 2,981 milliards en République tchèque, 1,6 milliard en Russie et 1,523 milliard en Pologne. Et les revenus budgétaires de la privatisation hongroise entre 1990 et avril 1995 ont été constitués à 47 % par des devises, contre seulement 15 % par les paiements comptants en monnaie locale (Ludanyi, 1995).

16. Ce décalage temporel et les conséquences néfastes du rachat par endettement de l'entreprise prouvent les limites d'une stratégie fondée sur la vente des actifs contre un droit sur les revenus futurs, défendue par Bolton & Roland (1992).

L'importance en Hongrie de la reprise des entreprises par leurs employés et managers rend elle aussi intéressant le parallèle avec la liquidation polonaise selon l'article 37. Les analyses de Filatotchev & alii (1996) et Boda & alii (1996) montrent que les craintes initialement exprimées sur le risque d'absence d'ajustement de l'emploi et de croissance inconsiderée du salaire réel ne se sont pas confirmées. Toutefois, on enregistre certains effets inquiétants, dans une perspective de moyen terme, particulièrement pour les entreprises nécessitant un effort important en matière d'investissement : les managers, généralement restés en place après la privatisation, ont souvent conservé un contrôle assez large, grâce à la détention d'une part importante et croissante (*via* le rachat d'actions aux employés) des actions ou à leur position dominante dans les organes de représentation (assemblée générale, conseils de surveillance et d'administration). De plus, la situation financière de ces firmes est souvent grevée par le fardeau de la dette contractée pour le rachat et gagée sur les profits futurs de la firme, ce qui réduit la capacité de l'entreprise à dégager une trésorerie suffisante et à contracter un endettement supplémentaire. Ainsi, les possibilités d'investissement sont limitées, alors que l'arrivée d'investisseurs extérieurs se heurte à la réticence des managers en place à céder une part de leur contrôle ainsi qu'aux dispositions internes défavorables<sup>17</sup>. Il faut noter qu'une partie de ces problèmes se retrouve en Pologne, même si les sociétés d'employés exhibent des performances financières honorables.

Ces interrogations sur les effets d'une privatisation au profit des *insiders* se posent avec une acuité encore plus grande dans le cas de la Russie. Le programme russe de privatisation de masse de 1992 visait avant tout une dépolitisation rapide et irréversible du fonctionnement des entreprises. Ses résultats quantitatifs s'avèrent impressionnants : à l'issue de la première phase, fin juin 1994, sur un total de 29 000 entreprises grandes et moyennes, 15 052 d'entre elles, représentant plus de 80 % de l'emploi industriel, avaient fait l'objet d'un transfert de propriété. La grande majorité a été privatisée en utilisant une formule qui permettait aux employés et managers de l'entreprise d'obtenir 51 % des actions à leur valeur faciale, dans le cadre d'une souscription fermée, le complément étant offert dans le cadre d'enchères ouverte par coupons<sup>18</sup>. La privatisation russe s'est donc surtout effectuée à l'initiative et au profit des *insiders*. Comme l'expliquent Boycko, Shleifer & Vishny (1995), ce programme a donc été construit pour contourner l'hostilité aux privatisations des hommes politiques et de l'administration des ministères, cela grâce au soutien du public et des autres ayants-droit (travailleurs, managers, autorités locales).

Ces résultats ont suscité des critiques, qui soulignent certains effets pervers dûs à la position de contrôle acquise par les *insiders*, en premier lieu les managers. Dès lors, un des enjeux majeurs à moyen terme reste l'émergence progressive d'investisseurs extérieurs capables, par leurs comportements, de limiter ces conséquences adverses. Boycko & alii (*op. cit.*) estiment ainsi que la satisfaction des besoins en capitaux des entreprises favorisera l'ouverture et la concentration

17. Les problèmes de revente d'actions et d'entrée d'actionnaires extérieurs dans des entreprises privatisées au profit des *insiders* sont formalisés par Aghion & Blanchard (1996).

18. Selon des enquêtes citées par E.B.R.D. (1995), 43 % des actions des compagnies privatisées sont détenues par les employés, 17 % par le management, 11 % par l'Etat et 29 % par des actionnaires externes. Estrin (1996) estime que deux tiers des firmes ont quitté le secteur d'Etat et que 83 % d'entre elles sont détenues majoritairement par les *insiders*, où dominent les employés.

de l'actionnariat : il reste aujourd'hui difficile d'en juger. Ainsi, parmi les investisseurs externes figurent les fonds d'investissement, chargés d'investir les coupons qui leurs sont confiés par la population (mi-94, plus de 600 fonds avaient collecté les coupons d'environ 40 millions d'actionnaires) ; toutefois, leur comportement reste incertain, notamment du fait d'une réglementation insuffisante de leur activité. Si Filatotchev & alii (1996) évoquent un certain nombre de prises de participation substantielles par ces fonds d'investissement privés, l'adaptation de l'actionnariat des entreprises demeure largement conditionnée par l'amélioration des conditions d'échange des actions, marquées jusqu'ici par la quasi-absence de surveillance du marché des titres et par des contraintes importantes sur la revente par les employés (tenant notamment au mode de gestion des registres de propriété).

L'expérience de la République tchèque, étudiée par Bouin (1994, 1995) et Buchtikova (1995), peut servir d'utile contrepoint. Les résultats quantitatifs importants de la privatisation dans ce pays, ont été obtenus grâce à la combinaison de méthodes traditionnelles (vente d'actions ou vente directe d'actifs), et de la privatisation par coupons organisée en deux vagues successives, dans lesquelles ont été inclus environ deux tiers des firmes industrielles (1664 entreprises ont participé au total à ce programme, dont environ la moitié originaire du secteur industriel). Par rapport au programme russe, on relève l'absence de traitement privilégié des *insiders*, ce qui peut s'expliquer par deux causes : d'une part, la faible décentralisation économique avant 1989 (contrairement à la Pologne et la Hongrie, par exemple) ; d'autre part, les délais relativement courts entre l'abandon du système planifié et le début des privatisations, qui a empêché l'accumulation de droits et de pouvoirs de contrôle par les *insiders*. Ainsi, les actionnaires des entreprises privatisées sont majoritairement des investisseurs extérieurs, au premier rang desquels figurent les Fonds d'Investissement pour la Privatisation, qui ont recueilli une grande partie des coupons des citoyens attirés par des promesses financières alléchantes<sup>19</sup> : ceci a donc contribué à concentrer l'actionnariat des entreprises tchèques. Toutefois, des interrogations subsistent sur la nature du contrôle et du gouvernement d'entreprise ainsi obtenus<sup>20</sup>. Les incertitudes, exacerbées par un cadre légal en partie inadapté, portent en particulier sur la compétence et les incitations des dirigeants des fonds eux-mêmes : la question majeure tient au type de comportement adopté par les fonds, qui peut être celui d'une intervention active dans la gestion des entreprises ou celui d'une gestion d'investissements de portefeuille avec diversification des risques, par nature plus passive. Elle se pose surtout pour les fonds créés par les grandes banques, dont l'attitude peut être influencée par les relations de crédit instaurées entre les firmes et les banques

19. Six millions de citoyens tchèques ont participé à la première vague et 430 fonds d'investissement ont collecté 78 % des coupons. La seconde vague organisée en République tchèque a enregistré 6,2 millions de participants, les fonds au nombre de 353 recueillant 63,5 % des points d'investissement.

20. Voir Coffee (1996). On trouve certains développements comparables dans la privatisation lituanienne, dont la première phase a été fondée sur l'utilisation de coupons échangeables, également utilisables dans le cadre de la privatisation des terres et des logements. Selon E.B.R.D. (1995), 84 % des 6700 entreprises concernées avaient été privatisées à la fin juin 1995, alors qu'environ 400 compagnies d'investissement recueillant les coupons avaient été créées. Mais, d'après Maldeikis (1996), de nombreux problèmes se posent quant à ces compagnies, liés à un environnement légal inadéquat, au manque de stratégie d'investissement, à leur situation financière difficile, à la position de faiblesse occupée par leurs actionnaires. Et la nouvelle loi de privatisation, adoptée en juillet 1995, redonne une place importante à la vente des actions et des actifs.

mères. Dans ce cadre, les possibilités d'évolution de l'actionnariat, *via* l'échange secondaire d'actions, devront pouvoir jouer un rôle important à l'avenir <sup>21</sup>.

Il résulte de cette brève comparaison que le recours aux moyens les plus rapides de privatisation s'accompagne d'incertitudes substantielles sur les conditions ultérieures de restructuration. En ce qui concerne la Pologne, il est encore trop tôt pour étudier complètement les effets du programme de privatisation de masse lancé en 1995, dont la phase de souscription par les citoyens ne s'est achevée qu'en novembre 1996. Il est en revanche possible, à la lumière des développements précédents et de la structure complexe de ce programme, d'émettre un jugement *a priori* sur les éventuelles vertus et défaillances du programme.

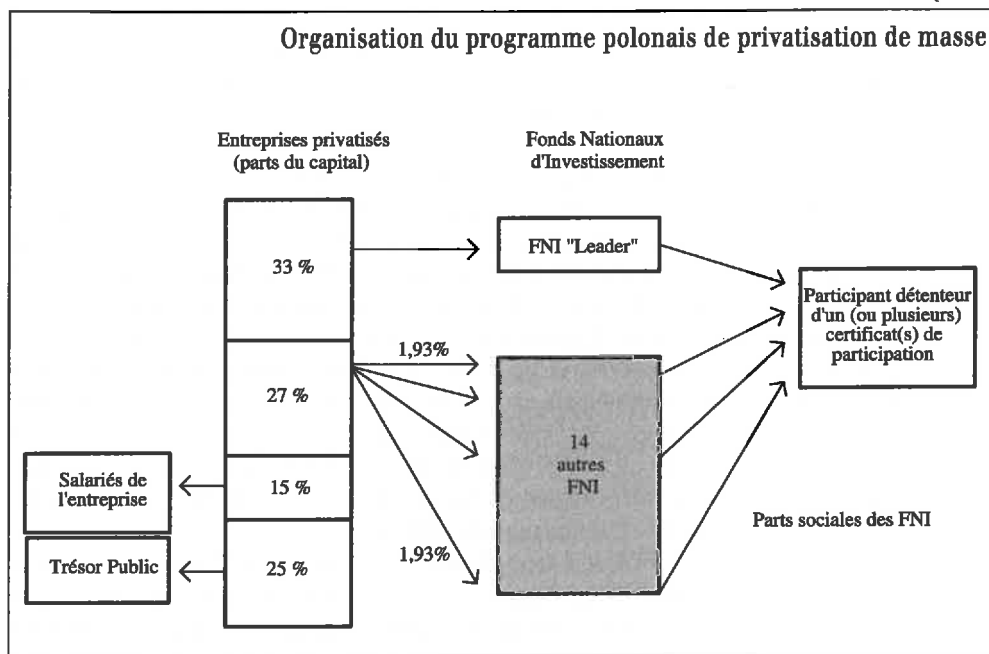
## LES spécificités du programme polonais de privatisation de masse

Le programme polonais de privatisation des grandes entreprises a pour caractéristique remarquable de traiter de manière assez distincte la question de « l'actionnariat populaire » et celle du gouvernement, et donc de la restructuration des entreprises concernées. L'élément clé réside dans la création *ex ante* d'intermédiaires, les 15 Fonds Nationaux d'Investissement (FNI), qui sont chargés d'assurer le contrôle des entreprises. Dans un premier temps, les équipes dirigeantes des Fonds ont été sélectionnées par appel d'offre international, et ont réuni généralement, sous la forme de consortium, des partenaires polonais et étrangers, ces derniers (notamment certaines grandes banques internationales) apportant le *know-how* nécessaire sur le plan de la gestion et de la restructuration financière. Ces équipes ont alors reçu un mandat de gestion de dix ans des fonds (mais non leur propriété), leur rémunération étant fixée annuellement, sur la base d'un forfait augmenté d'un intéressement aux résultats obtenus. Ensuite, les dirigeants de ces fonds ont choisi, une par une, et à tour de rôle, les entreprises dont ils souhaitaient être l'actionnaire de référence, porteur de 33 % du capital. Chaque fond ayant ainsi reçu en moyenne 34 entreprises, le reste du capital des firmes est resté au Trésor public (25 %) et aux salariés (15 %), le solde (33 %) étant partagé également entre tous les fonds : initialement, chacun d'eux était donc actionnaire de toutes les entreprises, à hauteur soit de 33 % soit de 1,93 % (GRAPHIQUE 1). L'intention était ici de lier la présence d'un actionnaire de référence et une diversification des risques d'investissement.

Sur cette base, ces équipes sont libres désormais de gérer le patrimoine de leurs fonds, c'est-à-dire de restructurer et de surveiller les entreprises, mais aussi d'intervenir sur leur structure de capital : ils peuvent échanger des participations entre fonds, introduire des entreprises en Bourse, les céder à un investisseur national ou étranger, etc.

21. Grosfeld & Senik-Leygonie (*op. cit.*) indiquent qu'un certain nombre d'OPA, visant des firmes privatisées mais aussi des fonds d'investissement, ont été enregistrées.

GRAPHIQUE 1



Jusqu'à ce point, l'ensemble de ce mécanisme microéconomique, visant à doter les entreprises d'une gouvernance favorable à la restructuration, n'a pas inclus de mesure expresse de privatisation, laquelle a porté sur les fonds, et non sur les entreprises. Dans un premier temps, toute personne physique a pu acquérir un bon de privatisation pour une somme modique (environ 20 FF) ; ces bons ont fait l'objet ensuite d'échanges secondaires assez importants, auxquels ont pu participer des investisseurs étrangers. Dans un second temps, prévu initialement pour le printemps 1997, chaque bon doit être échangé contre une action de chacun des quinze fonds, tout porteur étant libre alors d'acquérir et de vendre en Bourse ces titres de propriétés. En principe, la cotation journalière des quinze fonds, sur des marchés relativement liquides, permettra une évaluation différenciée des performances respectives et donc l'exercice d'un pouvoir de discipline sur les dirigeants des fonds, et indirectement sur les entreprises.

Cette méthode polonaise, reposant sur une différenciation assez nette entre le gouvernement des entreprises et leur structure de propriété, a suscité un certain nombre de critiques, dénonçant notamment son caractère « paternaliste » à l'égard de la population, qui ne peut pas investir directement dans les entreprises ni opérer un choix initial parmi les fonds ; on lui a également opposé sa trop grande complexité et son trop grand « constructivisme ». En résulteraient plusieurs conséquences néfastes, comme la faible mobilisation des citoyens en faveur du programme et l'absence d'une évaluation initiale des firmes comme dans le cas des enchères tchèques, qui produisaient une évaluation de chaque firme exprimée en points d'investissement. Ces critiques sont assez peu convaincantes. La mobilisation de la population a certes été peu sensible avant le début du programme,

mais elle s'est révélée finalement impressionnante avec un taux de participation de la population de 95 %. Ceci tend à prouver que cette mobilisation ne peut s'effectuer qu'après la mise en application du programme, comme cela a d'ailleurs été le cas en Tchécoslovaquie où c'est l'arrivée de fonds d'investissement qui a assuré le succès populaire du programme.

Quant à la structure du programme polonais, elle apparaît à maints égards plus simple et transparente que le plan tchèque, qui offre des parts variables de capital des sociétés, organise l'allocation des actions par différents tours d'enchères s'étalant sur plusieurs mois et voit la création spontanée de plusieurs centaines de fonds dont la capacité de gestion et les incitations sous-jacentes ont été, d'expérience, difficile à évaluer. On peut douter de même de la pertinence de l'évaluation relative des entreprises issue de ces enchères, compte tenu du caractère parcellaire de l'information disponible ainsi que de l'inexpérience et de la compétence limitée de la plupart des participants individuels, voire même de certains fonds. On peut ajouter que cette évaluation des firmes a été effectuée implicitement par les FNI polonais quand ils ont dû choisir à tour de rôle les entreprises dont ils souhaitaient être l'actionnaire de référence.

Ceci laisse à penser que le programme polonais de privatisation de masse contient des éléments susceptibles *a priori* de favoriser la restructuration des entreprises, ou, pour le moins, de porter réponse à certains problèmes rencontrés dans les programmes de privatisations de masse mis en œuvre dans d'autres économies en transition. Ce programme repose cependant sur un certain paradoxe. Comme on l'a déjà souligné, son échelle demeure modeste par rapport tant à ses homologues étrangers qu'au nombre élevé d'entreprises industrielles qui restent à privatiser. Toutefois, dans le même temps, il confie dans une large mesure le sort de centaines d'entreprises à un nombre finalement restreint d'intermédiaires, dont le comportement s'avère dès lors déterminant. S'il présente ainsi une structure originale et apparemment bien conçue, il conserve aussi, comme les autres programmes, une dimension très expérimentale.

## Conclusion

Les trajectoires des pays en transition se différencient en premier lieu par les progrès de la grande privatisation industrielle. Sur ce plan, les résultats polonais s'avèrent modestes. Le programme de privatisation de masse engagé en 1995 constitue un élément nouveau et important, mais son ampleur reste limitée tant par rapport au nombre encore élevé de sociétés à privatiser qu'en comparaison avec ses homologues russe et tchèque. Or, la vitesse du processus de privatisation est importante car elle contribue au succès des stratégies de transition en renforçant leur crédibilité aux yeux des agents nationaux et étrangers ; leur irréversibilité contribue aussi à créer une nouvelle classe de propriétaires hostiles à tout retour en arrière vers une forme d'interventionnisme industriel. Le maintien d'un secteur étatique important et peu restructuré est en effet susceptible de se traduire à terme par des pressions croissantes, tant financières, que sociales et politiques, sur l'Etat et sur ses ressources. La question se pose donc de la définition par les pouvoirs publics polonais d'une stratégie viable à l'égard de ce secteur.

La privatisation doit également être jugée au regard des conditions qu'elle impose pour la restructuration ultérieure des entreprises <sup>22</sup>. De ce point de vue, la privatisation par capital a conduit en Pologne à l'apparition d'investisseurs actifs, susceptibles de contribuer à un gouvernement d'entreprise satisfaisant, alors que dans les pays ayant appliqué des programmes de privatisation de masse, les motifs d'inquiétude apparaissent plus nombreux. Dans le plan polonais, les garanties au regard des Fonds Nationaux d'Investissement constituent donc un élément positif, dont l'efficacité reste à confirmer dans les faits. A ce titre, les diverses expériences nationales attestent le caractère crucial du comportement des investisseurs institutionnels, dont le mode de gouvernement et le degré d'activisme dépendent du cadre légal et institutionnel dans lequel ils opèrent.

J.-F. N.

22. Pour une analyse empirique des effets de la privatisation sur la restructuration des entreprises en Pologne, voir Grosfeld & Nivet (1997).

## ANNEXE

TABLEAU A1

## Partis du secteur privé, hors coopératives, dans les économies en transition

En %

	Part dans le PIB		Part dans l'emploi		Part dans la valeur ajoutée sectorielle en 1994			Part dans l'emploi sectoriel en 1994		
	1989	1994	1989	1994	Agricult.	Industrie	Services	Agricult.	Industrie	Services
Bulgarie	16,6 (1991)	40,2	5,5	34,7	79,5	18,4	48,9	66,5 (1993)	7,9 (1993)	40,5 (1993)
Rép. tchèque	11,2*	56,3*	1,3	47,1 (1993)	82,1*	59,0*	49,5*	23,2	45,2	50,9
Hongrie**	14,9	52,4	nd	nd	68,1	54,1	59,7	77,0	61,6	51,6
Pologne**	28,6	56,0	45,7	59,8	nd	38,0	89,0	96,2	43,6	93,4
Roumanie	12,8	35,0	5,9	51,4	85,2	15,0	35,4	89,5	21,3	36,8
Rép. slovaque	22,0 (1992)	43,8*	1,0	31,9*	nd	53,1	nd	nd	nd	nd
Lituanie*	16,0 (1991)	62,3	20,0	61,5	nd	nd	nd	96,5	56,4	48,5
Russie										
.. privé pur	5,3	25,0	1,6	31,0	nd	nd	nd	84,6	21,1	51,4
.. non d'Etat	25,0 (1992)	62,0	18,0 (1990)	51,0	80,0	55,0	nd	nd	67,0	nd
Ukraine**										
.. privé pur	7,6	7,5	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
.. non d'Etat	23,9 (1990)	41,0 (1993)	17,1 (1992)	24,5	82,6	38,0	23,0	nd	nd	nd

Le secteur privé est ici restreint aux entreprises privées à 100%, sauf pour les données suivies de \* qui concernent le secteur non étatique, incluant notamment les entreprises à structure de propriété mixte, et les fermes collectives pour les pays héritiers de l'ex-URSS.

\*\* Pour la Hongrie, les données concernent 1993 et non 1994. Les données sectorielles incluent les coopératives et excluent les sociétés financières. Les données d'emploi sectoriel polonais sont issues de GUS (1996a) ; le secteur polonais des services est réduit au commerce.



TABLEAU A2

Nombre d'entreprises polonaises selon leur forme juridique, en fin d'année							
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<i>Entreprises d'Etat, dont</i>	7 337	8 453	8 228	7 245	5 924	4 955	4 357
- dans l'industrie	2 440	2 861	3 009	2 739	2 752	2 414	2 057
<i>Coopératives, dont</i>	16 691	18 575	18 949	19 372	19 746	19 816	19 822
- dans l'industrie	2 233	2 411	2 535	2 578	2 676	2 647	2 569
<i>Sociétés commerciales, dont</i>	15 681	36 267	53 771	69 907	83 283	95 017	104 922
- dans l'industrie	3 561	9 073	11 735	15 315	19 862	22 726	25 077
<i>Sociétés de pers. physiques,</i>							
(mlrs) dont	813,5	1 135,5	1 420,0	1 630,6	1 783,9	nd	nd
- dans l'industrie	291,9	334,6	348,9	347,2	345,3	nd	nd

Source : GUS, *Rocznik Statystyczny*, 1991, 1994, 1995, *Maly Rocznik Statystyczny*, 1996

TABLEAU A3

Emploi dans les entreprises incluses dans la privatisation polonaise								
	Privatisées par capital		Sociétés d'employés issues de la liquidation	En cours de liquidation		Commercialisées		
	Total	Dont avec participation étrangère		Total	Total	Dont selon l'article 19	Total	Dont pour priv. par capital de masse
Total	158,0	63,9	170,6	19,3	11,8	1079,0	369,5	351,2
- dont industrie	140,9	58,6	69,9	14,5	8,8	970,7	308,8	307,3

Source : GUS (1996b p. 74).

TABLEAU A4

Recettes de la privatisation figurant dans le budget de l'Etat polonais					
	1991	1992	1993	1994	1995
Recettes en % des recettes budgétaires totales	0,81	1,55	1,70	2,53	3,16
Recettes en % du PIB	0,21	0,42	0,50	0,76	nd
Déficit budgétaire en % du PIB	3,83	6,01	2,79	2,73	nd

Source : GUS (1996a p. 290, 319).

## RÉFÉRENCES

- Aghion P., O. J. Blanchard (1996), « On Privatization Methods in Eastern Europe and their Implications », article présenté à la conférence *Privatization and Restructuring*, E.B.R.D., (Banque européenne pour la Reconstruction et le Développement,) avril.
- Andreff W. (1995), « Le contrôle des entreprises privatisées dans les économies en transition : une approche théorique », *Revue Economique*, vol. 46, n° 3, mai, Paris : Presses de la FNSP.
- Boda D., J. Karsai, L. Neumann & R. Woodward (1996), « Management-Employee Buyouts in Hungary and Poland », *Studies & Analyses n° 69*, Center for Social & Economic Research (CASE), mars.
- Bolton P., G. Roland (1992), « Privatization Policies in Central and Eastern Europe », *Economic Policy*, n° 15, octobre.
- Bouin O. (1994), « Transférer la propriété privée par la méthode des coupons : l'expérience de l'ex-Tchécoslovaquie », *Revue Economique*, vol. 45, n° 3, Paris : Presses de la FNSP.
- Bouin O. (1995), *Privatisation et transformation économique en Europe centrale et orientale : l'exemple de la République tchèque*, Thèse de doctorat, Paris : Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, juillet.
- Boycko M., A. Shleifer & R. Vishny (1995), *Privatizing Russia*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Buchtikova A. (1995), « Privatization in the Czech Republic », *Studies & Analyses n° 53*, Center for Social & Economic Research (CASE), décembre.
- Coffee Jr. J.C. (1996), « Institutional Investors in Transitional Economies: Lessons from the Czech Experience », in R. Frydman, C. Gray & A. Rapaczynski, éd., *Corporate Governance in Central Europe and Russia, Volume 1: Banks, Funds, and Foreign Investors*, Central European University Press, Budapest.
- Estrin S. (1996), « Privatisation in Central and Eastern Europe », *CERT Discussion Paper n° 96/5*, mars.
- European Bank for Reconstruction and Development (E.B.R.D) (1995), *Transition Report 1995 : Investment and Enterprise Development*, Londres.
- Filatotchev I., I. Grosfeld, J. Karsai, M. Wright & T. Buck (1996), « Buy-Outs in Hungary, Poland and Russia: Governance and Finance Issues », *Economics of Transition*, vol. 4, n° 1.
- Frydman R., E.S. Phelps, A. Rapaczynski & A. Shleifer (1993), « Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe », *Economics of Transition*, vol. 1, n° 2.
- Frydman R. & A. Rapaczynski (1994), *Privatization in Eastern Europe: Is the State Withering Away?*, Central European University Press, Londres.
- Frydman R., A. Rapaczynski, J.S. Earle & al. (1993a), *The Privatization Process in Central Europe*, Central European University Press, Londres.
- Frydman R., A. Rapaczynski, J.S. Earle & al. (1993b), *The Privatization Process in Russia, Ukraine and the Baltic States*, Central European University Press, Londres.
- Główny Urząd Statystyczny (GUS) (1995a), *Maly Rocznik Statystyczny*, Varsovie.
- Główny Urząd Statystyczny (GUS) (1995b), *Rocznik Statystyczny*, Varsovie.
- Główny Urząd Statystyczny (GUS) (1996a), *Maly Rocznik Statystyczny*, Varsovie.
- Główny Urząd Statystyczny (GUS) (1996b), *Prywatyzacja Przedsiębiorstw Panstwowych wg stanu na 31.12.1995 r.*, Varsovie.
- Grosfeld I. (1990), « Prospects for Privatization in Poland », *European Economy*, n° 43, mars.
- Grosfeld I. & J.-F. Nivet (1997), « Firms' Heterogeneity in Transition: Evidence from a Polish Panel Data Set », article présenté au *Davidson Institute Research Workshop on the Economics of Transition*, University of Michigan, Ann Arbor, 19-22 juin.

- Grosfeld I. & C. Senik-Leygonie (1996), « Trois enjeux des privatisations à l'Est », *Revue Economique*, vol. 47, n° 6, novembre.
- Lewandowski J. (1994), « The Political Struggle Over Mass Privatisation in Poland », *Economic Transformation* n° 46, Gdansk Institute for Market Economics.
- Lewandowski J. & J. Szomburg (1989), « Property Reform as a Basis for Social and Economic Reform », *Communist Economies*, vol. 1, n° 3.
- Lipton D. & J. Sachs (1990), « Privatization in Eastern Europe : the Case of Poland », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2., Washington : Brookings Institution.
- Ludanyi A. (1995), « A Brief Overview of Hungarian Privatization », *Studies & Analyses* n° 60, Center for Social & Economic Research (CASE), décembre.
- Maldeikis E. (1996), « Privatisation in Lithuania: Expectations, Process and Consequences », *CERT Discussion Paper* n° 96/3, février.
- Ministerstwo Przekształcen Własnościowych (1995), *Raport o Przekształceniach Własnościowych w 1994 Roku : Aneks Statystyczny*, Varsovie.
- Nivet J.-F. (1997a), « Comportement des employés et restructuration des entreprises d'Etat en Europe centrale », *Revue Economique*, vol. 48, n° 1, janvier, Paris : Presses de la FNSP.
- Nivet J.-F. (1997b), « Stock Markets in Transition: the Warsaw Experiment », *Economics of Transition*, vol. 5, n° 1, printemps.
- Nuti D.M. (1995), : « Corporate Governance et actionariat des employés », *Economie internationale*, la revue du CEPII n° 62, 2<sup>e</sup> trimestre, Paris : la Documentation française.

