

MATHILDE MESNARD¹

ÉMERGENCE DES GROUPES ET CORPORATE GOVERNANCE EN RUSSIE

RÉSUMÉ. La Russie en transition post-socialiste a échoué à restructurer son industrie. Cet article montre en quoi l'évolution des formes de contrôle et de financement des entreprises durant la transition n'a pas donné place à un modèle cohérent permettant la restructuration industrielle. En effet, trois modèles de propriété, de financement et de contrôle des entreprises sont possibles. Le premier, qualifié d'"insidobancaire", associe une propriété dominée par les *insiders*, un financement principalement bancaire et un contrôle par le mécanisme de faillite. Apparu au lendemain de la première phase des privatisations, ce modèle a buté sur l'absence de financement bancaire et de menace crédible de mise en faillite. C'est la contrainte de financement qui a alors poussé les *insiders* à ouvrir un peu le capital des entreprises pour tenter de mettre en place le deuxième modèle qualifié de "mixte-marché"; celui-ci associe une propriété par des actionnaires extérieurs dispersés, un financement par les marchés de capitaux et un contrôle par les mécanismes de gouvernance standards, au pre-

mier rang desquels les conseils d'administration et le marché du contrôle. Le sous-développement des marchés de capitaux et l'inefficacité totale des mécanismes de contrôle par les actionnaires extérieurs ont rendu impossible sa mise en place. Ce deuxième échec a entraîné un refuge vers le troisième modèle, celui des groupes industriels et financiers. Les groupes qui ont émergé en Russie ont bâti leur puissance sur leurs relations avec le pouvoir politique et sont parvenus, un temps, à être des acteurs dominants sur la carte industrielle russe, jusqu'à la crise de l'été 1998 qui a entraîné un effondrement des banques qui les avaient constitués. Ces groupes ne présentaient pas les caractéristiques nécessaires à des systèmes de gouvernance contractuelle efficaces. En effet, certains des piliers constitutifs du modèle de groupe, telle que la contractualisation implicite, fortement informelle et relationnelle, ont été choisis par défaut, c'est-à-dire par incapacité à fonctionner dans un système de contrats explicites. D'autres piliers structurels et essentiels du modèle des

1. MATHILDE MESNARD est chercheur au Centre d'Etude des Modes d'Industrialisation (CEMI), Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales (EHESS), au Centre d'Analyse Théorique des Organisations et des Marchés (ATOM), Université de PARIS I, et attachée temporaire d'enseignement et de recherche à l'Université d'Amiens, (mathildemesnard@compuserve.com).

L'auteur tient à remercier Didier Chabaud, Bernard Chavance, Yurgos Rizopoulos, Stéphane Saussier, Jérôme Sgard et Mehrdad Vahabi pour leurs commentaires, critiques et suggestions dont elle a grandement bénéficié.

groupes ont été profondément altérés. Dans ce cas, les rapports de confiance et d'équilibre d'interdépendance, basés sur des participations croisées multiples, sont remplacés par des rapports de force et des dépendances radicales. Le contrôle mutuel laisse place à un pouvoir unilatéral établi au travers d'un réseau opaque et faiblement réciproque de créances multiples. Le modèle de groupe qui a ainsi émergé en Russie s'éloignait fortement des modèles auxquels il se référerait, notamment celui du Japon, et n'a pas apporté les avantages escomptés en termes de gouvernance. Les groupes russes ont plutôt constitué le signe tangible de l'échec des réformes micro- et

méso-économiques, issu de la grande incomplétude des réformes institutionnelles indispensables au développement des mécanismes de contrôle et de financement des entreprises. Ces groupes pourraient en définitive bloquer l'industrie russe dans une trajectoire de sous-développement, avec des méga-groupes rentiers et prédateurs interdisant le passage au stade proprement "capitaliste" de la transition, après la première étape qui n'aurait été qu'une phase d'accumulation de fortune monétaire.

Classification JEL : G32, G34, T31, L41, L44.

Au terme de six années de réforme, force est de constater l'échec de la transition en Russie. Après une chute du PNB de plus de 50 %, la stabilisation de 1997 n'apparaît plus que comme un répit avant l'effondrement de l'été 1998. Il s'agit donc de comprendre, au-delà de la stabilisation macro-monnaire qui a pu faire un temps illusion, comment la transition a conduit à la dramatique situation actuelle. Cet article vise à montrer que c'est en définitive l'insuffisance et l'incomplétude des réformes micro-économiques et institutionnelles qui ont bloqué la restructuration industrielle, et partant, rendu inéluctable l'échec macro-économique final.

Ce blocage de la restructuration industrielle s'explique par l'évolution des formes de contrôle et de financement des entreprises au cours de la transition russe. L'analyse développée ici est fondée sur la cohérence ou "affinité" devant exister entre répartition de la propriété, mode de financement des investissements et mécanismes de gouvernance. Elle étend ainsi la cohérence développée par Kornaï entre forme de propriété et mode de coordination à la structure de contrôle et au financement² (Kornaï, 1992) ; elle fournit une vision évidemment schématique des grandes variations dans les capitalismes réels, en faisant ressortir trois modèles stylisés présentant une forte cohérence interne, à la fois normative et descriptive³. Le premier, qualifié d'"insido-bancaire", associe domination par les *insiders*⁴, financement bancaire et gouvernance par la menace de faillite. Le

2. Le contrôle est considéré par Aglietta comme une des trois fonctions de base de la finance (Aglietta, 1998, p. 4). Son analyse permet ainsi de passer du lien entre marchés financiers et contrôle des entreprises, aux problématiques de croissance, ce qui est au cœur des préoccupations dans le cas de la Russie (Aglietta, 1995, pp. 32-36).

3. En effet, il s'agit à la fois d'une cohérence normative et descriptive. Elle est descriptive dans la mesure où elle renvoie à des économies particulières et des familles de capitalismes décrites dans la littérature, et plus précisément au modèle anglo-saxon du capitalisme de marché, au modèle allemand du capitalisme corporatiste et au « capitalisme relationnel » japonais (Groenewegen, 1997). Elle est normative dans la mesure où, pour reprendre la présentation de Kornaï, « la cohérence des éléments du système... se développe parallèlement à sa consolidation... Pour recourir à une analogie chimique, il existe des affinités entre ces phénomènes : ils s'attirent, la présence de l'un exige celle de l'autre » (Kornaï, 1992 [1997], p. 435).

4. Il s'agit des actionnaires internes à l'entreprise : les directeurs et les employés. Nous gardons le terme anglo-saxon pour plus de commodité.

deuxième, modèle "mixte-marché", associe une propriété partagée entre *insiders* et actionnaires extérieurs dispersés, un financement par les marchés et une gouvernance par protection du droit des actionnaires extérieurs. Enfin, le modèle "de groupe" associe une domination de la propriété par des blocs d'actionnaires extérieurs, un financement par partage de ressources intra-groupe et un contrôle par les groupes.

Cette démarche analytique conduit au constat que la Russie en transition n'est parvenue à établir véritablement aucun de ces trois modèles, lesquels modèles peuvent être associés respectivement aux trois phases de la privatisation ; la privatisation par *vouchers* (de décembre 1992 à juin 1994), la vente des parts restant à l'Etat (de juillet 1994 à fin 1995), puis la vente de blocs de contrôle des plus grandes entreprises (à partir de 1996). Les retards pris dans les réformes institutionnelles ont rendu difficile, voire impossible, la construction complète de ces modèles, c'est-à-dire la mise en place de l'ensemble de leurs éléments constitutifs. Leur cohérence n'a pas pu émerger. L'histoire micro- et méso-économique de la transition russe peut ainsi être relatée comme la succession de trois tentatives incomplètes et échouées.

Après avoir exposé les obstacles à la mise en place des deux premiers ensembles cohérents de propriété, de contrôle et de financement des entreprises, cet article montre que l'échec des réformes, quant au financement et au contrôle des entreprises, a entraîné un "refuge" vers le modèle de groupes industrialo-financiers, sans que ceux-ci aient pour autant tous les attributs nécessaires pour jouer un rôle de catalyseur de l'investissement et de la restructuration. Les groupes russes qui ont émergé durant la transition ne sont que de pâles copies des modèles auxquels ils se réfèrent. Ils risquent finalement de bloquer le processus d'évolution et d'handicaper le développement des deux autres modèles, sans pour autant apporter de solution efficiente au problème de contrôle et à celui du financement.

Cet article s'inscrit donc dans la problématique plus générale de l'évolution et de la sélection des modes de gouvernance. En effet, si de nombreuses comparaisons statiques ont été entreprises, peu d'études ont été menées jusqu'à présent sur l'évolution des structures de gouvernance, sur leur adaptation aux changements dans l'environnement, sur la vitesse et les coûts de ces adaptations, et sur l'existence d'une dépendance de sentier dans cette évolution. Cependant, cette question semble cruciale au regard de la crise majeure et systémique que connaît la Russie actuellement et de l'échec de sa restructuration micro- et méso-économique.

L'échec du modèle "insido-bancaire"

Le premier modèle cohérent de propriété, de contrôle et de financement est celui qui associe une domination par les *insiders*, un financement par l'emprunt bancaire et un contrôle par la banque *via* la menace de mise en faillite. Le fonctionnement de ce modèle requiert des banques capables, en premier lieu, de financer les entreprises par l'octroi de crédit, et ensuite d'exercer un contrôle en tant

que "moniteur délégué" (Diamond, 1984). Pour qu'un tel contrôle par les créanciers soit efficace, il est nécessaire que la menace de faillite soit crédible et sanctionne tout échec sur le marché se traduisant par un non-remboursement des dettes. Or le modèle de propriété dominé par les *insiders* qui a émergé au cours de la transition russe s'est heurté à l'incapacité des banques à financer les entreprises et à l'absence d'un système de faillite. De plus, même s'il avait pu se constituer, un tel modèle est traditionnellement présenté dans la littérature comme fortement problématique. En effet, il favorise des comportements d'appropriation de rentes, de résistance au changement, de recul des ajustements nécessaires, et enfin d'enracinement des directeurs. Ces comportements constituent par conséquent des freins notables aux restructurations (Shleifer & Vasiliev, 1996).

Le modèle issu du programme de privatisation

Le programme de privatisation russe a été contraint par un environnement politique extrêmement hostile : il a surtout été le fruit d'un compromis politique ayant conduit à des concessions majeures en faveur des *insiders*, et plus spécifiquement des directeurs d'entreprises (Boycko, Shleifer & Vishny, 1993). À la mi-1994, le modèle de propriété émergent est celui d'une domination quasi absolue par ces *insiders*, directeurs et employés, majoritaires dans 90 % des entreprises (Blasi & Shleifer, 1996). Les actionnaires extérieurs ne détenaient que 20 % du capital des entreprises en moyenne, alors que 20 % des entreprises n'avaient aucun actionnaire extérieur. Une telle concentration de la propriété par les *insiders* est un fait sans précédent dans l'histoire économique.

Cette domination des *insiders* était, et est restée, de fait, celle des directeurs, "qui se sont cachés derrière la propriété par le collectif des travailleurs comme dans un cheval de Troie", afin de s'assurer du maintien de leur contrôle sur les entreprises (Blasi, Krumova & Kruse, 1997, p. 52). La domination par les directeurs s'est appuyée sur le système de procuration, de votes à main levée, dans un climat de fragilité économique croissante et d'impuissance des syndicats⁵. En effet, l'objectif de contrôle est resté prépondérant chez les directeurs, comme il l'avait été dans leur choix de privatisation⁶. Dans le cas d'entreprises dominées ainsi par des *insiders*, le seul mode de contrôle qui reste est en définitive la sanction du marché par le mécanisme de faillite. Deux sources de financement associées à une telle structure de propriété sont possibles : l'autofinancement ou le financement bancaire⁷. En Russie, le recours à l'autofinancement étant illusoire, restait le financement bancaire, qui s'est heurté, au cours de la transition, à de nombreux obstacles structurels ou conjoncturels.

5. La position ambiguë des syndicats et leur difficile reconversion dans la transition sont mises en évidence dans les ouvrages et études de cas édités par Clarke (1996a, 1996b).

6. 64 % des entreprises ont choisi la « variante II » de privatisation, permettant au management et au collectif de travailleurs d'acquérir d'emblée 51 % des actions de l'entreprise pour 1,7 fois leur valeur comptable et sans paiement différé, alors qu'en choisissant la « variante I », ils recevaient gratuitement 25 % des actions, mais sans droit de vote. Ceci rejoint l'analyse de Williamson sur le choix entre l'emprunt bancaire et l'émission de titres (Williamson, 1989).

7. Les entreprises russes ont développé ce que l'on peut presque qualifier de troisième type de financement tant il est devenu structurel : le financement par arriérés de paiements, inter-entreprises, de salaires ou fiscaux.

Les obstacles au financement bancaire

Durant la transition, les banques ont manqué de ressources nécessaires pour financer un programme d'envergure d'octroi de crédits à l'industrie. En effet, les ménages n'ont pas eu suffisamment confiance dans le système bancaire pour y déposer leur épargne, comme l'illustre le fait qu'à la veille de la crise de l'été 1998, la Sberbank concentrait toujours 73 % de leurs dépôts⁸.

De plus, les banques semblent avoir eu une approche "duale" de l'intermédiation (Barbé, 1997). Elles ont principalement servi d'intermédiaires entre l'épargne des ménages et le marché de la dette publique, alors que le crédit aux entreprises était très dépendant de leurs propres dépôts. Ainsi, il n'y a pas eu d'intermédiation où les dépôts des ménages auraient servi à financer les crédits à l'industrie. L'industrie n'a donc que très peu bénéficié de financements externes en provenance des banques⁹.

Les banques ont en outre manqué des compétences nécessaires. Leurs compétences se sont en effet développées sur les activités spéculatives de marché, et absolument pas sur l'activité de transformation, de sélection et de suivi de crédits. Elles n'ont donc pas exercé une activité classique d'intermédiation.

Sur ces manques de ressources financières et humaines sont venus se greffer des problèmes d'incitation et de sélection adverse. Les banques ont, tout au long de la transition, disposé d'opportunités de placements ou d'activités très rentables à moindre risque (opérations sur le change, puis sur les titres d'Etat à court terme¹⁰). Le crédit bancaire est resté, par comparaison, non rentable et extrêmement risqué. En effet, dans une situation de fort endettement des entreprises et de crise des paiements, il devient extrêmement difficile de distinguer un créancier solvable d'un autre. De plus, le système de garantie est toujours défaillant, voire inexistant, et l'absence de privatisation des terrains a rendu impossible l'établissement d'hypothèques comme garanties bancaires sur les crédits octroyés. Face à des risques par conséquent très élevés, les banques peuvent adopter deux stratégies : soit elles concentrent leur activité de crédit sur un petit nombre d'entreprises qu'elles connaissent et sur lesquelles elles peuvent établir leur contrôle, ce qu'elles feront par la suite avec la formation des groupes industriels et financiers, soit elles contournent la difficulté et ne contrôlent pas la solvabilité *ex ante*, mais diversifient le risque en fixant des taux d'intérêt très élevés¹¹ (Barbé, 1997).

8. Ce phénomène s'explique en grande partie par le « syndrome MMM » qui a suivi une vague de faillites de sociétés financières et de banques en 1994-1995 (Kriuchkova, 1997), et sans doute également par la clairvoyance des ménages russes quant à la solidité du secteur bancaire.

9. Les crédits à l'économie ne représentaient que 27 % des actifs bancaires à la fin de 1996, alors que ces actifs ont diminué par rapport au PNB. Cette rareté des crédits bancaires est quelque peu mitigée par la circulation de "wechsels", utilisés partiellement par les entreprises comme des alternatives aux crédits bancaires (Barbé, de Boissieu, Cohen, Klepach & de Pontbriand, 1997).

10. Les rendements réels des « GKO » (titres d'état à court terme) ont atteint 100 % avant les élections présidentielles de 1996, et ces GKO représentaient à la fin 1996 jusqu'à 16 % des actifs bancaires (Barbé & alii, 1997).

11. Ceci peut d'ailleurs être illustré par les écarts de taux d'intérêt entre les crédits en devises et ceux en roubles, ces derniers étant significativement plus élevés, car incorporant une prime de risque importante, l'accès aux crédits en devises s'apparente alors à un processus de contrôle *ex ante* sur la qualité des emprunteurs. L'ancrage du rouble par l'établissement d'un corridor à partir de juin 1995 empêche d'expliquer la différence de taux principalement par le risque de change (Sachs, 1997).

Dans la situation de surendettement et de gonflement de la dette des créanciers privilégiés, les banques n'ont pas eu confiance en la capacité des entreprises à honorer leurs engagements. Au regard de l'opacité et de l'asymétrie d'information généralisée qui caractérisait la Russie en transition, ce comportement des banques était parfaitement rationnel. On est ainsi parvenu à une situation type de sélection adverse où les entreprises, qui n'étaient pas dans une mauvaise situation financière, évitaient autant que possible d'avoir recours au crédit bancaire (Aukutsionek, 1996 ; de Boissieu & *al.*, 1996).

La baisse des taux sur les GKO ¹² au cours de l'année 1997 a laissé entrevoir un temps la possibilité d'un développement à moyen terme du crédit bancaire à des taux moins dangereux. Les banques auraient pu être conduites à contrôler le risque plutôt que de le diversifier, en diminuant la proportion de mauvais crédits dans leur portefeuille pour maintenir leurs marges ¹³. Mais à partir du second semestre 1998, les répercussions de la crise asiatique et les faiblesses spécifiques à la Russie ont empêché de maintenir durablement les taux relativement bas ¹⁴, en dépit de bonnes réactions des autorités monétaires russes et d'une résistance plutôt inattendue du système financier à l'automne 1997. Après un pic à 39,5 % début décembre, les taux s'étaient ainsi stabilisés autour de 30 %. Mais dès que des tensions sont apparues début mai 1998, la hausse a repris, tuant dans l'œuf tout espoir de naissance d'un véritable marché du crédit avant même l'effondrement du système bancaire russe ¹⁵.

Les obstacles au contrôle par le risque de faillite

Le modèle "insido-bancaire" est associé au contrôle par la menace de mise en faillite. Le rôle économique de la faillite est triple. En premier lieu, la faillite permet d'éliminer les entreprises non rentables. Elle améliore donc l'efficacité globale d'une économie par le processus de "destruction créatrice", processus que Schumpeter identifie comme le moteur même du développement du capitalisme (Schumpeter, 1942). La menace de mise en faillite est ensuite une incitation à la restructuration ; c'est donc un mécanisme de gouvernance par le durcissement de la contrainte budgétaire qu'il instaure (Kornai, 1984). Enfin, une menace de faillite crédible diminue les possibilités d'opportunisme et relève ainsi

12. Titres d'état à court terme.

13. En effet, la baisse de l'inflation et l'ouverture du marché interne aux non-résidents ont permis une baisse importante des taux passant de 96 % fin septembre 1996, à environ 20 % l'été suivant. À court terme, cependant, la baisse des taux d'intérêt n'entraîne absolument pas un accroissement automatique des crédits. Elle peut *a contrario* entraîner un effondrement du crédit (*credit crunch*) pour les banques n'ayant pas accès à des emprunteurs solvables (Barbé, 1997).

14. Les taux étaient bas par rapport aux niveaux qu'ils avaient auparavant atteints, mais restaient excessivement élevés au regard de l'inflation qui était descendue à 11 % annuel à la fin décembre 1997 !

15. La crise de l'automne 1997 avait déjà mis au grand jour la fragilité financière du système bancaire russe dans son ensemble, et des plus grandes banques russes en particulier. Leurs structures de bilan extrêmement fragiles les rendaient vulnérables à toute tension sur le marché des changes ou des titres, ce qui est devenu manifeste lors de la crise de l'été 1998. La majorité des banques russes étaient en effet extrêmement petites avec des actifs moyens de 30 millions de dollars et des fonds propres de 3 millions de dollars. Leur bilan se caractérisait par : un déséquilibre entre la durée du passif et de l'actif, dû à l'insuffisance de ressources court terme ; un passif fortement déséquilibré vers le court, voire, très court terme ; la très faible part des dépôts de la population dans le passif (7 à 8 % en dehors de la Sberbank) ; la très faible diversification des portefeuilles (50 % des actifs liquides sont placés dans les bons du trésor à court terme) ; et enfin un poids important des créances douteuses.

le niveau général de confiance dans les transactions économiques, ce qui a pour effet de diminuer de manière plus globale les coûts de transactions (Williamson, 1975).

Le dispositif légal de faillite existe en Russie mais est peu utilisé. Un corps de textes relativement cohérents régit actuellement la procédure sur les faillites¹⁶. Cependant, le nombre de procédures de faillites réellement déclenchées est sans commune mesure, tant avec l'état financier des entreprises, qu'avec un niveau que l'on pourrait qualifier de "normal" dans une économie de la taille de la Russie.

À court terme, cette faiblesse de la procédure de faillite est due principalement au manque d'incitation des agents privés à déclencher la faillite. En effet, au regard de la crise des impayés, personne n'a intérêt à déclencher la faillite de son débiteur¹⁷. Il ne resterait plus rien, après remboursement des créanciers prioritaires, au premier rang desquels se trouve l'Etat. L'espérance de gain est quasi nulle alors que le coût de la procédure est élevé. À moyen terme, ce problème d'incitation renvoie donc plus globalement à l'impuissance du système fiscal. L'Etat n'exerce pas ses droits de créancier privilégié de façon stricte (il est vrai qu'il est lui-même un très mauvais payeur), tout comme les monopoles publics qui laissent leurs créances s'accumuler. La crise des impayés a ainsi entraîné une destruction du principe de la solvabilité, se traduisant par une impossibilité à appliquer la loi sur les faillites.

À plus long terme, le sous-développement du recours à la faillite a des caractéristiques fortement systémiques, liées tout d'abord au caractère cumulatif du recours à la faillite. En effet, si le recours à la faillite n'est pas courant et systématique, à partir du moment où un débiteur est défaillant, on se trouve rapidement face à une situation de surendettement généralisé où plus personne n'a intérêt à recourir à la faillite, ce qui a été le cas en Russie ces dernières années.

En outre, indépendamment du problème d'incitation, la mise en œuvre effective de la loi sur les faillites est impossible au regard de l'impuissance du système judiciaire dans son ensemble¹⁸. Même si la faillite est déclarée en cour d'arbitrage, les décisions prises ne sont pas appliquées et les débiteurs n'ont que très peu de chances de recouvrer leurs créances.

De plus, la menace de mise en faillite est peu crédible lorsque l'entreprise est un producteur unique ou prédominant pour une ville, voire une région. Le recours massif à la mise en faillite reste socialement difficile à faire accepter dans un pays où tout le système de protection sociale repose encore sur l'entreprise. L'absence de réforme du système de protection sociale bloque fortement les marges de manœuvres politiques et économiques des réformateurs, les plus libéraux

16. La « loi relative à l'insolvabilité des entreprises » a été signée en novembre 1992, et est entrée en vigueur en mars 1993. Pour compléter cette loi, une série de décrets présidentiels et gouvernementaux ont ensuite été adoptés, ainsi qu'un nouveau projet de loi par la Douma en 1996.

17. L'enquête de l'Agence Financière du Trésor pour la CEI (ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie) auprès d'entreprises moscovites, sur la perception du risque de faillite, a montré que plus les entreprises étaient dans une situation financière désastreuse, moins elles redoutaient le risque de faillite, car personne, et surtout pas leurs créanciers, n'y avait intérêt.

18. Cf. Sgard (1997) pour une analyse de la question de la mise en place de règles de droit.

soient-ils. Le sous-développement institutionnel de secteurs qui n'apparaissent pas, à première vue, directement liés aux problèmes financiers sont ainsi des freins profonds à la restructuration industrielle.

Enfin, l'utilisation de la menace de faillite suppose d'abord un échec par le marché, que la mise en faillite sanctionne. Elle suppose donc avant tout un fonctionnement des mécanismes de concurrence et de sélection qui départagent les gagnants des perdants. En Russie, les limites effectives de la concurrence sont criantes, héritées en premier lieu de la structure industrielle très concentrée du système soviétique, et découlant ensuite de l'interdépendance toujours forte entre fournisseurs et clients dans les chaînes technologiques. Enfin, elles sont renforcées par les mécanismes mis en place pour faire face à la crise des impayés, et particulièrement les chaînes de paiements. La démonétarisation d'une large fraction du pays rend caduque la notion de liquidité ou de solvabilité "monétaire", et par conséquent rend totalement inopérant le mécanisme de faillite.

L'application de la procédure de faillite se heurte donc en Russie, soit à des obstacles relevant principalement de l'immaturation institutionnelle de la transition, soit à des obstacles systémiques liés aux difficultés à articuler, dans cette transition, les niveaux micro- et macro-économiques. Les déficiences du mécanisme de faillite sont ainsi révélatrices d'une impossibilité à transformer la contrainte macro-économique monétaire en contrainte budgétaire micro-économique. Les agents économiques détournent cette contrainte et échappent à sa transmission en instaurant d'autres normes d'interactions, en particulier les impayés et le troc. La norme monétaire que la transition voulait instaurer n'a pas réussi à s'imposer complètement (Zlotowski, 1998).

La première phase des privatisations a ainsi donné lieu en Russie à l'émergence d'un modèle d'entreprise complètement dominé par les *insiders*. Ce modèle "insido-bancaire" a ensuite échoué dans sa mise en œuvre car ses deux piliers étaient défaillants : la capacité des banques à octroyer du crédit et l'existence d'une menace crédible de mise en faillite. L'impossibilité d'avoir accès à des financements externes a été la contrainte principale, forçant les *insiders* à ouvrir un peu le capital à des actionnaires extérieurs, dans ce qui peut être considéré comme une tentative d'échange de contrôle contre financement. Cette tentative correspond à la deuxième phase des privatisations où la Russie essaie de mettre en place un deuxième modèle cohérent de propriété, de financement et de contrôle, le modèle "mixte-marché".

L'échec du modèle "mixte-marché"

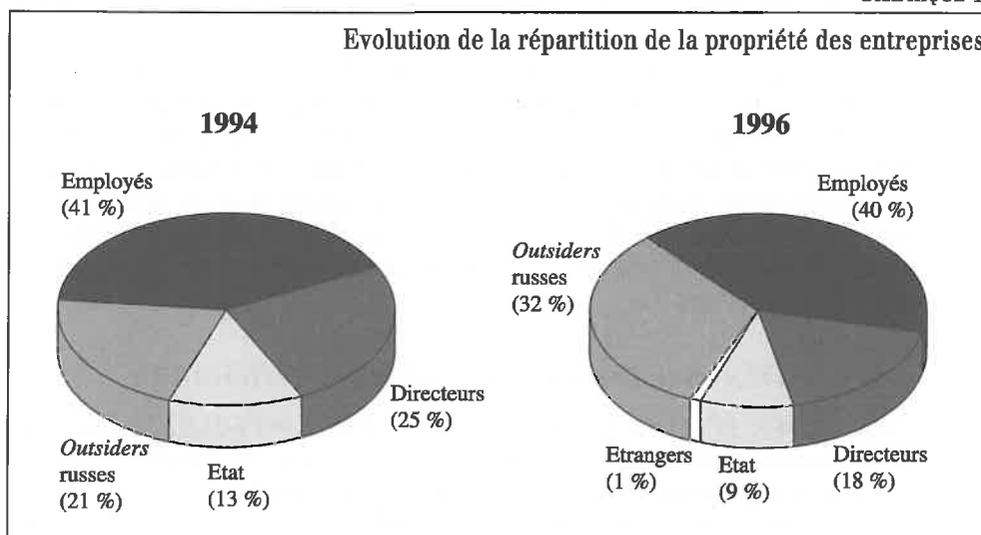
Le modèle "mixte-marché" associe une propriété dominée par des actionnaires extérieurs dispersés, un financement par appel aux marchés de capitaux et un contrôle par l'ensemble des mécanismes classiques de *corporate governance*, au premier rang desquels le marché du contrôle et les conseils d'administration. Mais les marchés de capitaux n'étaient pas suffisamment développés en Russie, et les mécanismes de contrôle des actionnaires sur le management pas assez efficaces, pour que ce modèle fonctionne.

L'émergence d'actionnaires extérieurs

La deuxième phase des privatisations, qui démarre à partir de l'été 1994, prévoit la mise aux enchères des parts restant à l'Etat contre un paiement monétaire. Au regard de ses objectifs, elle se révèle être plutôt un échec¹⁹. En effet, les actions ont souvent été vendues à des prix très bas et à des entreprises qui n'ont pas tenu leurs promesses en termes d'investissements, quand elles n'étaient pas de simples façades utilisées par les directeurs pour racheter des parts supplémentaires de capital à bas prix²⁰. Cependant, l'évolution de la répartition de la propriété entre 1994 et 1996 montre la place croissante prise par les actionnaires extérieurs qui parviennent à détenir, en moyenne, le tiers du capital des entreprises (GRAPHIQUE 1), même si cette percée reste concentrée dans une minorité d'entreprises : les actionnaires extérieurs ne sont en effet majoritaires que dans 20 % des entreprises.

GRAPHIQUE 1

Evolution de la répartition de la propriété des entreprises



Source : J. Blasi, M. Kroumova, D. Kruse, *Kremlin Capitalism*, 1997.

Le sous-développement des marchés de capitaux

Les marchés de capitaux en Russie sont à peine sortis de leur premier âge. Avant l'effondrement de l'été 1998, le marché est petit, étroit et peu liquide (Earle & Estrin, 1996, pp. 49-50). Le développement du marché concerne principalement les 100 premières entreprises russes. Pour le reste, il s'agit plutôt d'un

19. En novembre 1995, seulement la moitié des entreprises concernées avaient vendu les parts restant à l'Etat, pour seulement 500 millions, sur les 2 milliards de dollars prévus. Cet échec s'explique d'une part par un marché financier déprimé, et d'autre part par une opposition de la part des directeurs et des administrations régionales.

20. Les études de cas menées par Clarke et Logue & al. fournissent de remarquables illustrations de ces détournements (Clarke (dir.), 1996 b ; Logue & al. 1995).

marché de gré à gré avec de très faibles volumes de transactions²¹. Le développement du marché aurait nécessité l'amélioration de son infrastructure institutionnelle, qui souffrait du faible nombre de sociétés de courtage licenciées, ainsi que de l'absence d'un système de compensation et d'un dépositaire centralisés. La sécurité des transactions reste aussi le point faible de l'organisation des marchés de capitaux, les asymétries d'informations restant très élevées et l'aléa moral généralisé. Enfin, une grande partie du développement de ce marché a reposé sur l'afflux de capitaux étrangers, ce qui le limitait d'emblée. En effet, outre le fait que le financement de l'industrie russe ne peut reposer essentiellement sur les capitaux étrangers, la volatilité de tels capitaux et les dangers engendrés par cette volatilité ne sont plus à démontrer.

Les marchés n'ont donc été une source de financement externe que pour un nombre restreint d'entreprises, celles qui, de plus, avaient accès aux marchés internationaux de capitaux par le biais d'émission d'ADR ou de GDR²². Cependant, même dans les économies capitalistes développées, le rôle des marchés de capitaux dans le financement des entreprises, en dehors des émissions primaires, reste de manière générale limité²³.

En revanche, le rôle informatif des marchés de capitaux est souvent mis en avant. De ce point de vue, les marchés de capitaux russes sont également dramatiquement déficients. Là encore, en l'absence de mécanisme de surveillance et devant l'incapacité totale du système judiciaire, la mise en œuvre de la réglementation concernant la publication d'information financière pour les sociétés cotées dépend entièrement du bon vouloir des entreprises. Par conséquent, une forte asymétrie d'information persiste et entrave les possibilités de financement par les marchés de capitaux.

Des mécanismes de contrôle déficients

L'ABSENCE D'UN VÉRITABLE MARCHÉ DU CONTRÔLE. La déficience des mécanismes de contrôle se manifeste en premier lieu par l'absence d'un véritable marché du contrôle des entreprises. En principe, la liberté de transaction sur le capital des entreprises instaure un tel marché. La nouvelle loi sur les entreprises de 1996 oblige ainsi toutes les entreprises de plus de 50 salariés à être "ouvertes". Mais 80 % d'entre elles sont dominées par les *insiders* et beaucoup n'ont aucun actionnaire extérieur, ce qui enlève toute signification à la qualification de "société par action ouverte" (Earle & Estrin, 1996, p. 25 ; Frydman, Pistor & Rapaczynski, 1996, p. 226). À *contrario*, cette nouvelle loi instaure des

21. Seules les actions des 200 plus grosses entreprises font l'objet de transactions habituelles, et seules les actions de 20 à 50 de ces entreprises sont liquides. Enfin, moins du cinquième des actions sont en *free-float*, c'est-à-dire disponibles pour l'achat. L'Etat, quelques actionnaires extérieurs stables et les *insiders* possèdent toujours une part prépondérante de ces entreprises, ce qui en explique la liquidité réduite. Les *blue chips* les plus liquides représentent les trois quart de la capitalisation du MT50, UES et Lukoil, à elles seules, la moitié fin 1996. Enfin, seulement 20 à 40 % des transactions journalières sont effectuées à travers le Russian Trading System, alors que le reste est de gré à gré (*Courrier Financier de Moscou*, n° 239, 21 mai 1997).

22. *American Depositary Receipts* et *Global Depository Receipts*, titres émis par des entreprises étrangères sur les marchés américains et européens. À la mi 1997, une quinzaine de programme d'émission avaient été lancés par des entreprises et banques russes, dont Gazprom, Lukoil et UES.

23. Lazonick montre ainsi que même l'essor des marchés américains dans la deuxième moitié du XIX^e siècle a servi non pas à financer le développement industriel, mais à permettre le retrait des entrepreneurs initiaux (Lazonick, 1992).

protections pour les *insiders* contre des prises de contrôle surprises, notamment avec des seuils de déclaration obligatoires, ce qui freine le développement d'un véritable marché du contrôle.

Cependant, la littérature s'accorde sur le fait que les OPA sont en général un mécanisme peu adéquat et coûteux de *corporate governance* (Grossman & Hart, 1988 ; Franks & Mayer, 1992 ; Jenkinson & Meyer, 1993). Ce mécanisme requiert de plus le développement des marchés de capitaux à un stade avancé, leur efficacité et leur liquidité, ce qui est loin d'être le cas en Russie.

L'ABSENCE DE VÉRITABLES REGISTRES D'ACTIONNAIRES. Les directeurs bloquent de fait le marché du contrôle des entreprises en ayant la main sur les registres d'actionnaires. Ils peuvent ainsi refuser d'inscrire un actionnaire extérieur, ou empêcher un employé de revendre ses actions. De plus, un actionnaire extérieur ne peut pas accumuler discrètement des actions dans un objectif de prise de contrôle. La Commission Fédérale des Valeurs Mobilières et des Marchés de Capitaux (CFVMMC), le ministère des Privatisations et la nouvelle loi sur les entreprises ont constamment réclamé que les registres des entreprises de plus de 1 000 ou de 500 salariés soient tenus par des tiers indépendants. Même les 100 plus grandes entreprises ne respectent pas cette loi. La CFVMMC est en train de licencier des teneurs de registres ou dépositaires, mais tant que des dépositaires indépendants et crédibles n'existeront pas, le droit des actionnaires restera vacillant dans ses fondements mêmes, puisque leur qualité d'actionnaires peut ne pas être reconnue.

DES CONSEILS D'ADMINISTRATION NON REPRÉSENTATIFS DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ. Les difficultés du contrôle s'enracinent ensuite dans les conseils d'administration qui ne reflètent que très imparfaitement la structure de propriété. En effet, les employés n'ont pas utilisé leur participation dans le capital pour élire des représentants indépendants des directeurs. Les *insiders* ont ensuite utilisé leur contrôle majoritaire du capital pour empêcher les actionnaires extérieurs d'être représentés dans les conseils d'administration. Ceux-ci sont par conséquent devenus des conseils de directeurs votant quasiment systématiquement avec le directeur général.

Le décret 2284 du 24 décembre 1994 a rendu obligatoire le vote cumulatif²⁴, et a limité à un tiers la représentation des *insiders* au sein des conseils d'administration. Cette nouvelle réglementation a été ignorée par plus de 90 % des entreprises. La nouvelle loi sur les entreprises de 1996 a repris ces exigences en matière de vote cumulatif. Mais à la fin de 1996, seules 40 % des entreprises avaient adopté le vote cumulatif.

De nombreuses entreprises ont cependant conclu des accords avec les actionnaires extérieurs, de telle sorte que 76 % des entreprises ont à présent des représentants extérieurs dans leur conseil d'administration (Blasi & al., 1997). Le conseil typique est ainsi maintenant composé de deux représentants extérieurs, d'un représentant de l'Etat et de quatre directeurs. Les décisions requérant

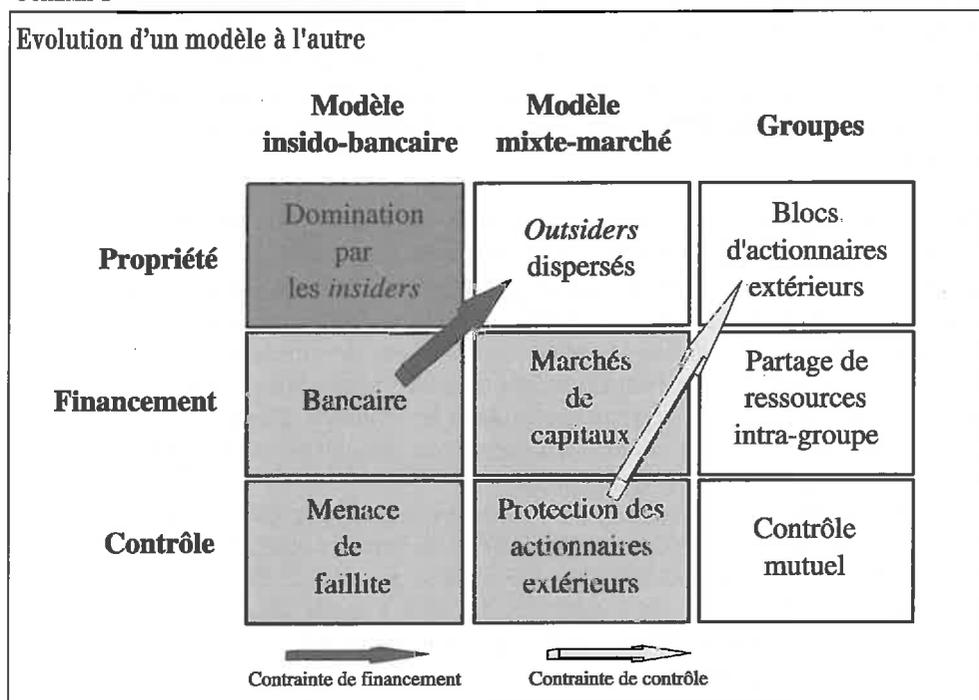
24. Le vote cumulatif permet à ces actionnaires minoritaires de concentrer leurs votes et d'obtenir néanmoins des sièges dans les conseils. Sur le long terme, le vote cumulatif, en rendant possible l'élection de réels représentants des actionnaires, influence la perception qu'ont les directeurs de leurs rôles (Black & al., 1996).

cinq votes pour être adoptées, l'importance des deux sièges laissés aux actionnaires extérieurs ne doit donc pas être exagérée. Cependant, la tendance est clairement à l'augmentation de la présence des actionnaires extérieurs.

DES OPÉRATIONS DE DILUTION. Le contrôle des nouvelles émissions de capital est un élément clef de la *corporate governance* (Black & al., *op. cit.*, pp. 275-278). Or, en 1993 et 1994, les entreprises ont émis massivement de nouvelles actions en les vendant aux *insiders* à des prix inférieurs à leur valeur réelle²⁵. D'autres entreprises ont utilisé les ressources de l'entreprise pour racheter les actions aux actionnaires extérieurs, et les revendre ensuite à des prix bien inférieurs aux *insiders*.

La nouvelle loi sur les entreprises de 1996 doit permettre de limiter sérieusement les pratiques de dilution²⁶. Cependant, la pratique des affaires en Russie montre que, pour défendre leurs droits, les actionnaires doivent souvent engager de longues batailles judiciaires. Ceci suppose qu'ils détiennent des parts significatives de capital afin d'avoir les incitations suffisantes, et qu'ils aient les reins

SCHÉMA 1



25. Une des techniques utilisées était également d'accorder des délais de paiement importants, et d'attendre ainsi que le prix effectif soit réduit à zéro par l'inflation. Blasi & al., *op. cit.*, donnent l'exemple fameux de Komineft avec la dilution d'un tiers du capital des actionnaires extérieurs, ou de Primorskije Sea Shipping Company au printemps 1995. Les entreprises russes les plus importantes, émettant sur les marchés étrangers, se sont également illustrées par ces pratiques de dilution, notamment Gazprom et Sidenko.

26. Ces émissions doivent maintenant être approuvées par les trois quarts des actionnaires, et au moins la moitié des actionnaires votant doivent être présents lors de l'assemblée générale. Les actions doivent être vendues au prix du marché et les acquéreurs n'ont aucun droit de vote avant d'avoir effectivement payé. De plus, lors des nouvelles émissions, les actionnaires existant ont le droit d'y souscrire pour un pourcentage équivalent à leur part existante dans le capital de l'entreprise.

suffisamment solides pour mener à bout leur action. Là encore, c'est plus l'évolution lente de la pratique des affaires qui permettra d'éradiquer ce genre de violation du droit des actionnaires. En attendant, c'est la loi du plus fort qui domine.

Le choix et l'évolution d'un modèle à l'autre se sont donc faits sous contrainte. Aucun modèle n'est parvenu à se mettre en place et c'est la déficience forte d'un des piliers de chaque modèle qui a entraîné l'évolution vers un autre. Ce sont d'abord les *insiders* qui avaient l'initiative et qui, devant l'impossibilité d'avoir accès à un financement extérieur, ont ouvert le capital à des actionnaires extérieurs. Puis ce sont ces actionnaires extérieurs qui, devant l'impossibilité d'exercer un contrôle en étant dispersés et minoritaires, ont constitué des blocs et formé des groupes industriels et financiers, comme si les actionnaires extérieurs étaient obligés de recourir à un coup d'état pour pénétrer vraiment les entreprises. C'est en premier lieu la contrainte de financement qui a forcé le passage du premier modèle au second, puis la contrainte de contrôle a imposé le passage du second à celui des groupes, comme l'illustre le SCHÉMA 1.

L'émergence de groupes industriels et financiers

Avec la troisième phase des privatisations, c'est-à-dire la vente de blocs de contrôle des grandes entreprises stratégiques qui s'ouvre en 1996, une forte concentration de la propriété se développe en Russie, et de puissants groupes industriels et financiers émergent. Quelles ont été les conditions de leur émergence ? Quelle position prépondérante occupent-ils dans l'industrie russe et quel est leur potentiel de gouvernance et de financement de cette industrie ? Les effets des groupes sur la demande, c'est-à-dire les questions de concurrence horizontale et de recherche de rente, ne sont que peu abordés ici, bien qu'il s'agisse d'un aspect capital de la constitution de groupes, l'accent étant mis sur leurs effets en matière de contrôle.

Les raisons du recours au modèle des groupes

Face à l'échec des deux premiers modèles de propriété, de financement et de contrôle, le modèle des groupes a paru à première vue attrayant, ne serait-ce que parce qu'il est associé à des succès d'économies qui ont connu des décollages impressionnants dans un laps de temps assez court : le Japon en premier lieu, puis les autres modèles asiatiques et notamment la Corée. Nonobstant la remise en cause actuelle de ces modèles, notamment en termes de contrôle et de fragilité bancaire, le modèle de groupes industriels et financiers adopté en Russie s'apparente, de fait, à une copie mal assimilée et pervertie des modèles de groupes asiatiques.

En dehors de toute référence à ces modèles de groupes asiatiques, deux raisons structurelles peuvent expliquer cette concentration de la propriété. En premier lieu, une propriété concentrée se développerait dans les pays ayant de faibles

protections légales des investisseurs²⁷. Les actionnaires s'adaptent alors en trouvant des alternatives aux règles légales pour se protéger, et ils le font en concentrant la propriété. Ce facteur de concentration de la propriété est certainement valide dans la transition russe.

La deuxième cause structurelle de concentration est relative à l'inégalité de la répartition des richesses et à la taille des entreprises. En effet, il y a un arbitrage entre risque spécifique et contrôle du management : "une structure de propriété plus concentrée renforce le contrôle du management mais augmente le risque spécifique supporté par les apporteurs de fonds propres". Ainsi, "plus une société est riche, plus l'inégalité dans la distribution des richesses peut être modérée" (Demsetz, 1997, p.429). Or, "la redistribution hautement discriminatoire des ressources économiques construit d'emblée une structure sociale fondée sur une extrême inégalité" (Sgard, 1997, p.102). La Russie étant devenue une société pauvre avec des entreprises de très grande taille, une propriété concentrée accompagnée d'une inégalité de répartition des richesses est une solution à l'arbitrage contrôle/risque.

L'émergence des groupes

La Russie en transition a vu émerger en moins de cinq ans de puissants groupes industriels et financiers²⁸, à la fois très médiatisés car leurs dirigeants occupent le devant de la scène économique, et parfois même politique, et en même temps mal connus quant à leur importance réelle, leurs contours et leurs mécanismes de formation.

LE RÔLE DES BANQUES. La redistribution des richesses lors de la transition a amené certains à la qualifier de "désinstituée" : "Le principe de cette redistribution (est) l'accès particulier, discriminatoire, à la richesse et aux ressources économiques par des spoliations, implicites ou manifestes" (Sgard, 1997, p. 102). En effet, les groupes industriels et financiers se sont formés, à l'abri, et grâce au soutien du pouvoir. Aslund a montré que l'enrichissement des nouveaux hommes d'affaires russes ne s'est pas basé uniquement sur le programme de privatisations, mais sur trois autres sources d'enrichissement (Aslund, 1996) : les crédits subventionnés, les subventions à l'exportation et les subventions à l'importation²⁹. Ces trois sources ont contribué à l'émergence, à l'enrichissement rapide et au poids croissant des banques "accréditées" bénéficiant de ces subventions.

27. Ce sont des pays dont la tradition juridique s'apparente au code civil français. À l'inverse, les pays où les droits des actionnaires sont protégés montrent des structures de propriété moins concentrées (Laporta & al. 1996).

28. Il s'agit de groupements plus ou moins lâches, structurés ou formalisés, entre des entreprises industrielles, commerciales et financières, *via* des liaisons en capital ou des alliances stratégiques. Les parties prenantes des groupes sont théoriquement soumises à une structure de contrôle relativement centralisée ou tout du moins organisée. Les groupes apparaissent donc comme des acteurs plus globaux mettant en œuvre une stratégie économique pour un ensemble d'entreprises autour d'une industrie ou d'une banque jouant le rôle central d'impulsion et de contrôle.

29. En premier lieu, les crédits subventionnés, qui ont représenté jusqu'à 30 % du PNB en 1992, étaient accordés à des taux annuels compris entre 10 et 25 %, alors que l'inflation atteignait 2500 % sur l'année. Or ces fonds transitaient forcément par des banques « accréditées » et donc bien connectées au niveau du pouvoir, qui utilisaient les sommes en transit pour spéculer à court terme, sur le change notamment. La deuxième source d'enrichissement, estimée à 30 % du PNB de 1992, a été les exportations de matières premières, dont les prix intérieurs n'ont pas été libéralisés dès 1992, alors que les écarts avec les cours mondiaux étaient parfois considérables. Enfin, les subventions à l'importation, estimées à l'équivalent de 15 % du PNB en 1992, ont aussi été « siphonnées » par quelques opérateurs de Moscou (Aslund, *op. cit.*).

Il y a donc eu une aspiration massive des flux financiers par des banques et des opérateurs bien introduits, dans une période de forte inflation où les flux de trésorerie ainsi dégagés ont permis de spéculer à court terme sur le change. En 1995-96, quelques banques ont ensuite continué à faire des profits élevés en finançant le déficit budgétaire par l'achat de GKO (titres d'état à court terme), à des taux d'intérêt extrêmement élevés, dans un environnement d'inflation stabilisée. Là encore, seules quelques banques autorisées ont eu accès au marché primaire des GKO.

Après avoir bâti leur richesse financière, les grandes banques ont commencé à construire leurs empires industriels. À la fin de l'année 1995, elles ont ainsi proposé au gouvernement de lui accorder un prêt, en échange du transfert, en garantie, de paquets de contrôle dans un certain nombre de groupes industriels stratégiques. À partir de septembre 1996 où il est devenu manifeste que l'emprunt ne serait pas remboursé, ce schéma, qualifié de *loan-for-shares*, s'est transformé de fait en une appropriation à bas prix des actifs industriels les plus lucratifs ou les plus stratégiques. En effet, les banques ont été alors autorisées à organiser la mise aux enchères des paquets de contrôle dont elles avaient obtenu la garde. Les banques ont ainsi supervisé et déterminé les conditions des adjudications dont elles étaient, sinon l'unique, du moins le principal acheteur.

Ce schéma est un événement clef de la bataille entre les *insiders* et les actionnaires extérieurs. Il peut être considéré comme le "coup d'état non réglementaire" des actionnaires extérieurs, suite à leur incapacité à accéder au contrôle des entreprises par des voies plus "normales". Les actionnaires extérieurs ont établi une solide tête de pont dans le cœur de la puissance industrielle russe, en se coalisant pour assurer un *lobbying* efficace auprès du pouvoir. Peut-être était-ce la seule manière de se battre contre la "dictature interne" des directeurs d'entreprises. Les banques russes ont ainsi fait leur fortune non pas grâce à l'intermédiation et au financement de l'économie, mais grâce aux aberrations d'un système financier en mutation, où l'accès à des opérations fructueuses dépendait des relations avec le pouvoir³⁰.

LA DOMINATION DES "SEPT BANQUIERS". Après avoir grandi grâce à leurs relations politiques, les banques sont directement "entrées en politique" à l'occasion des élections de 1996. Une alliance de sept hommes d'affaires de premier plan, principalement des banquiers, s'est ainsi formée début 1996 pour soutenir B. Eltsine dans sa campagne présidentielle. La prétention de ce "groupe des sept" était de contrôler plus de 50 % de l'économie russe. À la fin 1996, on estimait que ce "groupe des sept" contrôlait vraisemblablement entre 25 % et 35 % de l'économie russe.

La victoire de B. Eltsine a ensuite permis à cette alliance de placer "ses

30. Même en 1997, dans une période d'inflation stabilisée, de taux d'intérêt raisonnables et de stabilité relative du rouble, les banques ont continué à profiter des dysfonctionnements économiques de la transition, et en particulier de la crise des paiements, en encaissant des commissions élevées pour organiser des transactions en troc, des schémas de circulation de "wechsels" (reconnaissance de dette émise à court terme, soit par une entreprise, soit par une banque) ou encore la compensation des dettes entre les entreprises et l'Etat. Tout ceci peut justifier le jugement porté par l'économiste M. Déliaguine : « les grandes banques russes se situent à mi-chemin entre l'économie administrée et l'économie de marché », dans *Economica Nieplatiojiei* (L'économie des non-paiements), Moscou, 1997.

hommes" au gouvernement. Suite à cela, l'influence des "sept banquiers" est devenue si forte que le pouvoir politique a, un temps, été présenté comme dominé par ces derniers³¹. Considérés comme une "oligarchie non élue", leur domination exercée sur le pouvoir a mis en danger la réelle démocratisation du pays, tout comme le fonctionnement effectif de la concurrence.

En effet, même si leur collusion a été quelque peu masquée par une compétition commerciale quotidienne ou ponctuelle³², les sept banques ont formé en permanence des alliances, consortiums ou syndicats, afin de mieux se partager le pouvoir et de consolider leur influence globale. On obtient ainsi une "forme rude de capitalisme, où la plupart des grandes entreprises ont des relations de cousinage au troisième degré, et où les batailles sont plutôt menées dans des pièces enfumées que sur la place publique"³³. Ces alliances ont servi également à se protéger collectivement contre la pénétration du capital étranger, et les banques n'ont pas oublié d'utiliser cet argument pour justifier les "faveurs" reçues lors de la constitution de leurs groupes.

En juillet 1997, la privatisation de Svyazinvest a provoqué l'éclatement de l'alliance³⁴. Les conséquences économiques et politiques de cet éclatement ont dominé l'actualité du dernier trimestre 1997. Ces turbulences, ainsi que les grandes manœuvres commerciales et politiques du début de l'année 1998, sont la preuve, s'il en ait besoin, de l'importance des enjeux³⁵.

La carte industrielle actuelle

Sur une carte industrielle de la Russie (ANNEXE 1), on peut distinguer actuellement les groupes énergétiques, indépendants ou contrôlés par l'Etat, les groupes industrialo-financiers, dont celui de Berezovski, les groupes régionaux, les groupes de distribution émergents et les groupes étrangers essayant de prendre des positions de contrôle dans certains secteurs bien spécifiques tel que l'aluminium.

L'observation des cent premières entreprises industrielles russes en termes de chiffre d'affaires en 1996, telles qu'elles apparaissent dans le classement effectué par *Renaissance Capital*, et affinée sur la base d'informations collectées dans la

31. A. Tchubais a été nommé chef de l'administration présidentielle, V. Potanine vice-premier ministre en charge de l'économie, et finalement B. Berezovski chef du Conseil National de Sécurité en novembre 1996, en remplacement du Général Lebed. Les Russes ont même forgé un mot en parlant de « semibankirshina » ou « règne des sept banquiers », en référence à la période des « sept boyards », et le *Moscow Times* résumait ainsi l'année 1996 : « The year big business became the state », *Moscow Times*, 5 janvier 1997, p.1.

32. Par exemple entre Most et la Stolichny sur la banque de détail, entre l'Unexim et la Menatop dans l'industrie chimique, entre Most et l'Unexim sur les cartes de crédit, ou encore entre eux tous dans l'industrie pétrolière.

33. *Emerging Market*, *EBRD Daily*, 15 avril 1997, p.11.

34. La mise aux enchères de Svyazinvest a opposé l'Uneximbank, associée dans un consortium à Georges Soros, et la Deutsche Morgan Greenfell, à un autre consortium composé officiellement du groupe Alfa associé à First Boston et Telefonica de Espana.

35. Manœuvres commerciales : alliance officielle puis abandonnée entre Yukos et Sibneft, alliance annoncée entre Lukoil et Sidanko, et alliances de ces grands groupes avec les opérateurs étrangers (Shell/Gazprom et Lukoil d'un côté, BP/Sidanko de l'autre). Manœuvres politiques : à l'automne 1997, renvoi de Berezovski du Conseil de Sécurité, révélation du « scandale Tchubais » par des journaux du groupe Gussinski et remaniement gouvernemental ; au printemps 1998, nomination de Berezovsky à la tête du Conseil de Sécurité suite à la nomination de Kirienko, alors que Elstine l'avait publiquement menacé d'exil quelques jours auparavant. "L'oligarchie des sept" a ainsi été convoquée à plusieurs reprises au Kremlin durant la crise gouvernementale de mars-avril 1998.

presse russe et internationale de l'année 1997 ³⁶ montre la répartition des actifs industriels majeurs entre deux grands types de groupes :

— les groupes énergétiques, qu'ils soient gaziers (Gazprom), pétroliers (LUKoil), ou d'électricité (UES), très largement indépendants, en dehors de UES ;

— un ensemble compact de groupes industriels et financiers, constitué autour de 8 grandes banques (Unexim et MFK, Menatep, Alfa, SBS-Agro, Inkobank, Rossiski Credit et Most) et d'entreprises industrielles de très grande taille, concentrant plus du quart des actifs bancaires (hors Sberbank), ainsi qu'une part sans doute au moins équivalente de la production industrielle ; ces partenariats banque/industrie ne prennent pas toujours le statut de groupes industrialo-financiers formels ³⁷ ;

— enfin, un groupe spécifique développé autour de la personnalité de B. Berezovski, à partir de l'entreprise de distribution de voitures Logovaz qui inclut également les banques AvtoVAZ et Obiedinienie, et qui, de par ses alliances politiques et commerciales, a été assimilé à un groupe industriel et financier.

Cette observation fait également ressortir les grands secteurs stratégiques qui sont en cours de répartition, ou qui l'ont déjà été, en particulier le pétrole et la métallurgie. Les deux grands types de groupes semblent en effet s'être tout partagés : le pétrole, l'immobilier, le commerce d'armes et de métaux précieux, la production de cuivre et de nickel, une bonne partie de la filière bois et une part croissante de l'industrie agro-alimentaire. Il reste certains secteurs de la métallurgie où la bataille est toujours en cours, notamment l'aluminium, ainsi qu'une partie de l'industrie automobile (GAZ).

L'étude des personnalités dirigeant ces groupes met notamment en évidence la répartition de leur contrôle sur les principaux médias (ANNEXE 2). En effet, les groupes ont établi et ont renforcé leur domination sur les médias qui ont pris une importance croissante dans les batailles de répartition du capital et du contrôle de l'économie, comme dans les batailles politiques. Les médias deviennent ainsi des éléments stratégiques et, de cette manière, arrivent à la fois à refléter, à construire et à consolider la domination économique et l'influence politique des groupes.

36. Classement des 100 premières sociétés russes publié dans le journal *CEER* de juillet-août 1997, p.17, consolidé afin de faire apparaître les groupes intégrés dans le pétrole, les chemins de fer et l'électricité. Les sociétés peuvent être regroupées et apparaître en tant que sociétés « intégrées » avec leurs chiffres d'affaires consolidés (UES pour l'électricité, MPS pour les chemins de fer ainsi que les groupes pétroliers intégrés Yukos, Sibneft, Sidanko, Tyumen OC, Surgutneft, Rosneft, pour les plus importants). Peu de changements étant intervenus en 1997, ces observations restent valides jusqu'à l'été 1998.

37. Il s'agit d'un statut juridique spécifique définissant un type particulier de groupement industriel et financier. Ce statut avait été défini par la loi du 27 octobre 1995, afin précisément d'encourager le développement de tels groupes sur un modèle *a priori* germano-coréo-japonais, dans une perspective de politique industrielle plus active (*Courrier Financier de Moscou*, ns° 214 et 215, 6 novembre 1996).

Les groupes comme système de gouvernance contractuelle

Il convient maintenant de s'interroger sur le rôle économique, et plus spécifiquement sur le potentiel en matière de contrôle, de ces groupes industriels et financiers. En effet, ceux-ci peuvent être envisagés comme une solution aux problèmes de contrôle et de financement rencontrés dans les deux autres modèles, "insido-bancaire" et "mixte-marché", s'ils constituent des systèmes de gouvernance contractuelle, définie par Kester (1992) et Gilson & Roe (1993) sur la base de l'économie des coûts de transaction de Williamson.

Aux deux extrêmes de la gouvernance contractuelle se situent d'une part l'élaboration d'un contrat explicite et détaillé, avec l'intervention de la justice en cas de non respect du contrat par l'une des parties, et d'autre part, des contrats implicites fondés sur des relations de confiance à long terme et renforcés par des mécanismes non juridiques visant à encourager le respect volontaire de l'accord informel. Les groupes industriels peuvent ainsi être considérés comme des systèmes de gouvernance contractuelle situés à la deuxième extrémité, où les problèmes d'agence sont traités par la concentration de la propriété et du contrôle dans les mains des principaux participants du groupe, combinée à un réseau complexe de créances mutuelles entre les différents membres du groupe (Kester, 92). L'efficacité transactionnelle des groupes découle à la fois d'une capacité à utiliser de puissantes incitations dérivant de la propriété indépendante des actifs, et en même temps, de la possibilité de partage d'information, de contrôle et de surveillance mutuels, d'intervention sélective et de flexibilité dans les termes de l'échange.

Mais pour que des groupes atteignent une efficacité supérieure, encore faut-il qu'ils satisfassent à un ensemble de caractéristiques communes, mises en évidence et illustrées par Kester en s'appuyant principalement sur les expériences japonaise et allemande. Passer en revue ces caractéristiques montre que la situation des groupes russes, à cet égard, est ambivalente.

LES GROUPES COMME RÉSEAUX DE CONTRACTUALISATION IMPLICITE. La première caractéristique des groupes performants est de s'appuyer sur une contractualisation implicite, fortement informelle et relationnelle. L'avantage de ce mécanisme de soutien d'une relation commerciale à long terme réside dans sa flexibilité intrinsèque. Elle permet d'effectuer des ajustements rapides, informels et fins, basés sur une confiance mutuelle et des attentes communes. En préservant "l'esprit et la substance" plutôt que la lettre du contrat, une telle contractualisation encourage le maintien à long terme des relations commerciales sur des bases mutuellement avantageuses (Kester, 1992, p. 28).

Mais la réalisation de tels ajustements et le fonctionnement étendu de tels équilibres de contrats implicites ne peut se faire que sur la base d'un ensemble de normes partagées et construites par une longue histoire de transactions. La situation russe est sans aucun doute fortement problématique à cet égard. La crise pro-

fonde des incitations favorise "la généralisation des comportements focalisés sur le court terme, l'irrespect des règles et des institutions, et la défiance généralisée envers le système" (Sapir, 1996, p. 57).

De plus, le fonctionnement de réseaux de contrats implicites nécessite que les directeurs de tels groupes comprennent et représentent effectivement les intérêts des différentes parties prenantes, et qu'ils soient capables de maintenir un équilibre entre ces contrats face à des circonstances changeantes. Dans la Russie en transition, les relations économiques ont, semble-t-il, plutôt laissé place à des rapports de force bruts, empêchant le subtil maintien d'équilibre entre contrats implicites.

De la même manière que l'impossible recours aux deux premiers modèles semble avoir poussé la Russie vers le modèle des groupes comme ultime recours ou roue de secours, à l'intérieur même du fonctionnement de ce dernier modèle, les caractéristiques intrinsèques ont été finalement choisies par défaut : c'est parce qu'il était impossible de s'appuyer sur une contractualisation explicite et formelle que l'on a eu recours à des modèles de contractualisation implicite et informelle. Mais des ingrédients essentiels à cette forme de contractualisation font cruellement défaut, ce qui rend le recours à cette dernière hasardeuse, ou tout du moins fortement problématique.

LES GROUPES COMME RÉSEAUX DE CONFIANCE. En effet, la deuxième caractéristique des groupes performants est l'élaboration et le maintien de relations de confiance, qui sont la "base *sine qua non* d'un recours extensif aux contrats implicites" (Kester, 1992, p. 30). Un réseau intense de relations de confiance durables entre les directeurs internes et externes à l'entreprise doit être créé, car c'est à leur niveau que sont formées les obligations mutuelles. Pour qu'un tel réseau fonctionne, les mécanismes de réputation doivent être opérants à l'intérieur de ce cercle de hauts dirigeants. L'efficacité de tels mécanismes est fortement improbable en Russie, où l'accès au pouvoir économique s'est fait de façon fort peu légitime, et où les comportements sont généralement opportunistes et focalisés sur le court terme. Les mécanismes subtils de réputation présupposent un certain niveau de stabilité de l'environnement socio-économique et des acteurs économiques. L'incertitude radicale qui caractérise la Russie en transition rend le recours à de tels mécanismes illusoire.

Cette crise profonde de la confiance, même aiguë, peut être considérée comme une crise "normale". Elle est sans doute en grande partie inévitable au regard de la nature systémique des changements en cours. Ces difficultés s'expliquent par les différentes temporalités auxquelles sont soumis les changements structurels et institutionnels par le processus de transition, temporalités mises en évidence par North : "Bien que les règles formelles puissent changer du jour au lendemain du fait de décisions politiques ou légales, les contraintes informelles intégrées dans les coutumes, les traditions et les codes de conduite sont beaucoup plus résistantes aux politiques délibérées" (North, 1990, p. 6).

Delorme, dans le prolongement de North, identifie sept domaines dans lesquels les changements se déroulent à des rythmes différents (Delorme, 1996). Les trois premiers (la sphère politique, les décisions macro-économiques et les

anticipations de l'opinion politique) peuvent donner lieu à des changements très rapides et en quelque sorte imposés par le haut. Les changements sont globalement et progressivement plus lents pour les trois domaines suivants : les destructions d'institutions et d'organisations, les anticipations des investisseurs, les créations d'institutions et d'organisations. Restent les mentalités et les régularités de comportement, qui concernent la confiance, les normes, notamment celles de réciprocité, et les réseaux. Ces règles et régularités informelles changent encore plus lentement que les règles formelles, "elles ne peuvent aisément être contrôlées ou infléchies d'en haut, par un gouvernement", alors que ces règles informelles influencent le jeu des règles formelles (Delorme, *op. cit.*, p. 35). Ainsi "l'imposition par l'extérieur ou par un pouvoir central d'un ensemble de règles formelles est vouée à conduire à des résultats divergents suivant la nature de ces règles informelles" (Putman, 1993).

Cette analyse des changements institutionnels souligne à la fois la lenteur des changements concernant la confiance, les normes et les réseaux, l'impossibilité de "décréter" ou de forcer de telles évolutions, ainsi que leur caractère primordial. En effet, sans modification des mentalités et régularités de comportement, les réformes entamées ne pourront aboutir ou conduiront à des résultats "divergents" ou pervers par rapport à ceux attendus.

Le fonctionnement du modèle de gouvernance par les groupes implique donc une transformation dans les structures, au niveaux les plus profonds, qui nécessite du temps et ne peut être décrétée. C'est là une faiblesse majeure du recours au modèle des groupes, apparue parce que des transformations de niveau supérieur, telle la création d'institutions, n'étaient pas achevées (système judiciaire efficace, par exemple) ; ceci rendait impossible ou illusoire le recours aux formes de gouvernance plus classiques. Le modèle de groupes exige des adaptations à des niveaux beaucoup plus profonds, qui sont moins palpables, qu'il est plus facile de feindre d'ignorer et qui prendront nécessairement plus de temps.

Ce déficit de confiance rend nécessaire en Russie le renforcement des liens plus tangibles entre les participants aux groupes. En effet, la théorie des jeux a démontré que des réseaux peuvent fonctionner en dehors de toute référence à une éthique spécifique, mais en se fondant sur des jeux de dépendances et de menaces réciproques (Schelling, 1960).

LES GROUPES COMME RÉSEAUX DE PARTICIPATIONS ET CRÉANCES CROISÉES. La troisième caractéristique des groupes est par conséquent l'existence d'un réseau dense et "enchevêtré" de participations croisées et autres créances financières multiples. En effet, l'existence d'un groupe ne repose jamais uniquement sur des contrats implicites et des relations de confiance. Ceux-ci sont soutenus par un réseau dense de créances et participations financières réciproques qui assure la cohésion des groupes.

La constitution de groupes peut alors être perçue comme un mécanisme de réduction des coûts de transaction. En effet, la crise des paiements a rendu nécessaire l'instauration de réseaux fermés de paiements ayant pour objet de protéger, ou simplement de rendre possibles, les transactions. Les participations croisées intra-groupe permettent également de créer des barrières contre des prises de contrôle potentielles. La continuité dans l'identité des managers individuels peut

alors favoriser le fonctionnement à long terme de contrats implicites fondés sur des relations de confiance.

Un aspect particulier des participations croisées intra-groupe est la détention simultanée par les partenaires au sein du groupe d'une palette de différents types de créances, financières ou contractuelles, dans une entreprise du groupe. Ceci permet une réduction des frictions et des conflits entre les différentes parties prenantes, et rend plus faciles les opérations de sauvetage.

Les critères d'investissement utilisés par les institutions financières dans la constitution des groupes en Russie mettent en évidence l'importance de cette complémentarité entre différents types de créances. Les banques ont investi dans des entreprises déjà endettées envers elles et qui produisaient des produits essentiels pour leur branche commerciale ou pour d'autres entreprises appartenant déjà au groupe. L'importance des participations et des créances croisées est donc particulièrement marquée dans le cas des groupes russes. Ceci renforce en premier lieu le caractère "enchevêtré" de la propriété (Chavance & Magnin, 1996), mais permet surtout de pallier le déficit de confiance en fournissant un ciment à la construction des groupes en termes d'intérêts réciproques, mais pas pour autant équilibrés. Là encore, les groupes russes se différencient de leur modèle : les mécanismes de confiance sont remplacés par des mécanismes de dépendances très fortes. Ces groupes sont par conséquent plus figés et rigides, et la notion de rapport de force y devient essentielle.

LES GROUPES COMME SYSTÈME DE CONTRÔLE MUTUEL. La quatrième caractéristique des groupes est d'établir un équilibre entre autonomie et contrôle, grâce à l'élaboration d'un système de contrôle mutuel diversifié, ainsi qu'à une intervention sélective en cas de baisse de la performance. Ce contrôle intra-groupe permet d'éviter un "équilibre coopératif de paresse", tout en laissant une large autonomie aux participants (Gilson & Roe, 1993).

Le système de contrôle interne met ainsi en jeu des mécanismes de partage d'information aussi bien formels qu'informels, telle la représentation des membres du groupe et des banques au sein des conseils d'administration. Les banques du groupe assument le rôle de "moniteurs délégués" pour les autres pourvoyeurs de capitaux (Diamond, 1984). Un contrôle mutuel et permanent est également exercé à l'intérieur du groupe, et les incitations favorisant un tel contrôle seront d'autant plus fortes que des investissements spécifiques auront été réalisés par les partenaires. Enfin, la participation à une même chaîne technologique permet aux partenaires d'avoir une information continue sur la qualité et les performances d'une entreprise participante. En cas de problèmes importants, les principaux partenaires ont, par conséquent, la possibilité de suspendre l'autonomie de gestion de l'entreprise défaillante et d'exercer temporairement un contrôle direct.

Cet avantage informationnel des groupes pourrait être un argument puissant en leur faveur dans le contexte russe. Mais pour qu'il se réalise, il faut une certaine cohérence industrielle et économique dans leur constitution. La formation de groupes diversifiés sans aucune synergie, ni de production, ni de marché, ni de technologie, n'en permet pas la réalisation. La constitution des groupes russes semble avoir dépendu plus des opportunités offertes par les connections au pou-

voir politique, et de la préférence pour les activités génératrices de flux de trésorerie ou de rentes, que d'une véritable rationalité économique³⁸. Leur avantage informationnel est par conséquent pour le moins douteux.

Enfin, à la place d'un contrôle mutuel interne au groupe, on assiste à de fortes relations de pouvoir verticales, dues à l'unicité des sources de financement et à l'importance des connections politiques dans la formation comme dans le fonctionnement de ces groupes. Ceux-ci sont par conséquent polarisés, de fait, autour de banques ou d'entreprises dominantes qui ont exercé jusqu'à la crise actuelle un contrôle très peu partagé. Un nécessaire rééquilibrage du pouvoir à l'intérieur des groupes est maintenant fort probable au regard de l'effondrement des banques à l'origine de leur formation. Les banques qui survivront à la crise devront au minimum s'appuyer de façon croissante sur les résultats industriels des groupes qu'elles ont constitués. Certains groupes verront la prise de pouvoir par leurs principaux acteurs industriels, ou disparaîtront avec l'effondrement de "leur" banque.

L'ÉQUILIBRE ENTRE LES GROUPES ET LA CONCURRENCE HORIZONTALE. Enfin, l'existence d'une concurrence horizontale effective sur le marché des produits est nécessaire pour équilibrer la coopération intra-groupe. Cette concurrence horizontale est la dernière protection contre un équilibre coopératif de paresse. Elle peut n'être que potentielle, les marchés étant alors qualifiés de "contestables" (Baumol & *al.*, 1982). Dans tous les cas, une part significative des transactions doit s'effectuer à l'extérieur du groupe.

En Russie, du fait de la structure industrielle excessivement concentrée, héritée de l'époque soviétique, le degré de concurrence horizontale sur les marchés des produits est insuffisant pour équilibrer la coopération intra-groupe, et les relations intra-groupe sont alors fortement susceptibles de devenir des relations exclusives. De plus, les barrières à l'entrée, très élevées dans une bonne part des secteurs concernés comme l'énergie et la métallurgie, sont renforcées par des protections légales contre la concurrence extérieure (services financiers) ou même intérieure. Enfin, la collusion entre les groupes et les milieux politiques et administratifs les maintient en partie à l'abri des menaces concurrentielles. La faible concurrence horizontale risque donc de conduire à un système déséquilibré avec de puissants groupes verticaux en concurrence globale, mais sans concurrence horizontale intermédiaire.

UN MODÈLE DE GROUPE AU POTENTIEL DE GOUVERNANCE RÉDUIT ET À FAIBLE CAPACITÉ DE FINANCEMENT. Ainsi, les groupes émergents en Russie paraissent déformés et "pervertis" au regard du modèle "idéal" auquel ils se réfèrent. Certains de leurs piliers constitutifs sont choisis par défaut, telle qu'une contractualisation implicite, fortement informelle et relationnelle, alors que d'autres caractéristiques essentielles et structurelles font absolument défaut. Les rapports de confiance et d'équilibre d'interdépendance sont

38. Plus de la moitié des groupes industriels et financiers enregistrés officiellement peuvent être qualifiés de « coopératifs » dans la mesure où ils regroupent des entreprises diversifiées sans relations techniques, financières ou commerciales, et sans stratégie claire de développement (CBE, 1998).

remplacés par une dissuasion réciproque et des rapports de force et de dépendances radicales. Le contrôle mutuel laisse place à un pouvoir vertical et souvent unilatéral, établi au travers d'un réseau opaque et faiblement réciproque de créances multiples. Cette performance problématique en matière de contrôle est d'autant plus préoccupante que le marché russe ne dispose pas de mécanismes permettant d'équilibrer la puissance des groupes, au premier rang desquels une concurrence effective ou potentielle sur le marché des produits. Toutefois, on peut considérer que l'établissement de groupes permettrait de recréer, à terme, des réseaux de confiance et de reconstruire des réseaux d'information, ce qui représente un atout et un enjeu fondamental dans la transition russe.

En plus de leurs défaillances en termes de contrôle, les groupes russes n'ont démontré, jusqu'à présent, ni leur volonté, ni leur capacité à investir dans la restructuration de l'industrie³⁹. Ils ont plutôt fait montre d'un comportement prédateur, ne prenant le contrôle des géants dans le secteur des matières premières que pour en retirer des rentes et des flux de trésorerie, pour ensuite utiliser la liquidité ainsi acquise pour leurs activités bancaires hautement lucratives à court terme, tout du moins jusqu'à l'effondrement de l'été 1998. En effet, la crise actuelle a finalement révélé de manière spectaculaire, mais non imprévisible⁴⁰, la fragilité des "grandes banques" russes, qui ne l'étaient en définitive que par le potentiel industriel dont elles avaient acquis le contrôle (CEE, *op. cit.*).

Conclusion

Les groupes industriels et financiers qui ont émergé durant la transition en Russie ont bâti leur puissance sur leurs relations avec l'Etat. Ils sont parvenus à être des acteurs dominants sur la carte industrielle russe. Pour devenir des systèmes de gouvernance contractuelle efficaces, ils se heurtent cependant à des obstacles majeurs, et apparaissent comme des copies perverses des modèles de groupes auxquels ils se réfèrent. Ils n'ont, de plus, nullement fait leurs preuves en matière d'investissement. On peut légitimement être dubitatif sur leur capacité à se transformer en promoteurs d'un réel développement industriel.

Evaluer l'impact de la constitution de ces groupes sur le devenir de la restructuration industrielle russe revient finalement à sopeser d'une part, les avantages qu'ils présentent en termes de construction de réseaux de confiance et d'information, et d'autre part, les dangers qu'ils représentent en termes de recherche de rentes et de collusion. Un discours courant et quelque peu cynique présente l'émergence de ces groupes, et le processus de privatisation en général, comme un phase d'accumulation primitive du capital. Cette accumulation, primitive dans

39. Les études économétriques tendant à montrer que les groupes financiers et industriels facilitent l'accès des entreprises à des financements ne sont guère convaincantes. En effet, comparer les entreprises appartenant à des groupes à celles restant « indépendantes » est très problématique dans le cas de la Russie où précisément les groupes ont principalement pris le contrôle des entreprises dégageant de la liquidité ou permettant de profiter de rentes (Perotti & Gelfer, 1998).

40. La rentabilité des 100 plus grandes banques russes avait déjà fortement chuté en 1997. En juin 1998, ces grandes banques avaient des positions de change ouvertes approchant les 40 milliards de dollars, les rendant extrêmement vulnérables à toute dévaluation. De plus, elles ont garanti leurs emprunts internationaux en dollars par leurs positions très fortes en titres d'état. La Banque centrale avait ainsi déclaré que si le rouble était dévalué de 20 %, toutes les banques, à l'exception de la Sberbank, feraient faillite. Certains analystes évaluaient qu'il suffirait pour cela d'une simple dévaluation de 7 % (Daigle, 1998). Les événements de l'automne 1998 leur ont donné raison.

tous les sens du terme, même peu scrupuleuse de règles de droit ou de déontologie, devrait ensuite mener naturellement à la constitution d'une classe de "capitalistes" qui aurait tout intérêt à favoriser le développement économique.

Ce raisonnement repose sur deux prémisses fausses. En premier lieu, cette classe émergente s'apparente plus à des rentiers prédateurs qu'à des capitalistes au sens classique du terme. En second lieu, les formes efficaces de propriété et de contrôle devraient finir par émerger grâce à un processus de sélection naturelle. Cette vision profondément darwinienne de l'évolution économique est fortement contestable, comme le montre North en soulignant les possibilités de blocage dans des formes organisationnelles et institutionnelles inefficaces. C'est l'interaction entre les institutions et les organisations qui permet d'expliquer l'existence et surtout la persistance de ces inefficaces. En effet, les institutions déterminent les opportunités dans une économie, les organisations sont créées afin de tirer parti de ces opportunités, et elles évoluent en altérant les institutions. Par conséquent le changement institutionnel est caractérisé par des phénomènes de verrouillage (*lock-in*) résultant de la relation symbiotique existant entre les institutions et les organisations, et des phénomènes d'effet retour (*feed-back*), par lesquels les individus perçoivent les changements dans les opportunités et y réagissent (North, *op. cit.*, p. 7).

North explique ainsi l'existence de cadres institutionnels ayant conduit à des échecs persistants, et ceci s'applique à une grande partie des économies du Tiers-Monde, tout comme aux anciennes économies du bloc socialiste. "Les opportunités... favorisent de manière excessive les activités redistributives plutôt que productives, créent des monopoles plutôt que des conditions de compétition, et restreignent les opportunités plutôt que de les étendre... Les organisations qui se développent dans cet environnement institutionnel vont devenir plus efficaces, mais efficaces pour faire une société encore plus improductive et la structure institutionnelle de base encore moins propice à une activité productive." (North, *op. cit.*, p. 9). Cette description par North des économies du Tiers-Monde est un danger qui guette la Russie, si elle ne peut pas déjà lui être appliquée avec beaucoup de pertinence. La Russie en transition présente par ailleurs les mêmes caractéristiques que les pays sous-développés en matière de faiblesse des droits de propriété et d'application des lois, de barrières à l'entrée et de restrictions monopolistiques. L'ensemble de ces caractéristiques pousse les entreprises à avoir des horizons temporels restreints et peu de capital fixe (North, *op. cit.*, p. 67).

Les groupes russes en constitution semblent être des organisations efficaces surtout pour établir et renforcer leur propre puissance. Les effets de cette puissance sur la restructuration industrielle, et partant sur la croissance, sont forts douteux. La question fondamentale est de savoir si un capitalisme caractérisé d'une part, par une alliance entre le pouvoir et les grands groupes, et d'autre part, par une compétition limitée à un affrontement entre ces grands groupes, peut générer un développement réel, efficace et durable de l'économie. Le danger est de voir se constituer des méga-groupes rentiers et prédateurs. Une analyse des groupes russes en terme de collusion (Tirole, 1995) et de recherche de rente conduit à douter d'un passage à la "deuxième" phase de la transition, le capitalisme. La première phase n'aurait été constituée alors que d'une accumulation de

fortune monétaire, en soi totalement improductive, "préalable ou extérieure au capitalisme stricto sensu". La Russie semble se trouver au "moment critique où (cette fortune monétaire) est effectivement investie et valorisée". Pour l'instant, le succès d'un passage à un réel capitalisme n'est pas du tout garanti (Sgard, *op. cit.*). À cet égard, le caractère et le devenir des groupes sont cependant susceptibles de peser fortement dans la balance et d'orienter le développement économique et industriel de la Russie : ils pourraient la bloquer dans une trajectoire de sous-développement. Leur relation avec le pouvoir laisse également des doutes sur le devenir de la fragile démocratie russe ⁴¹.

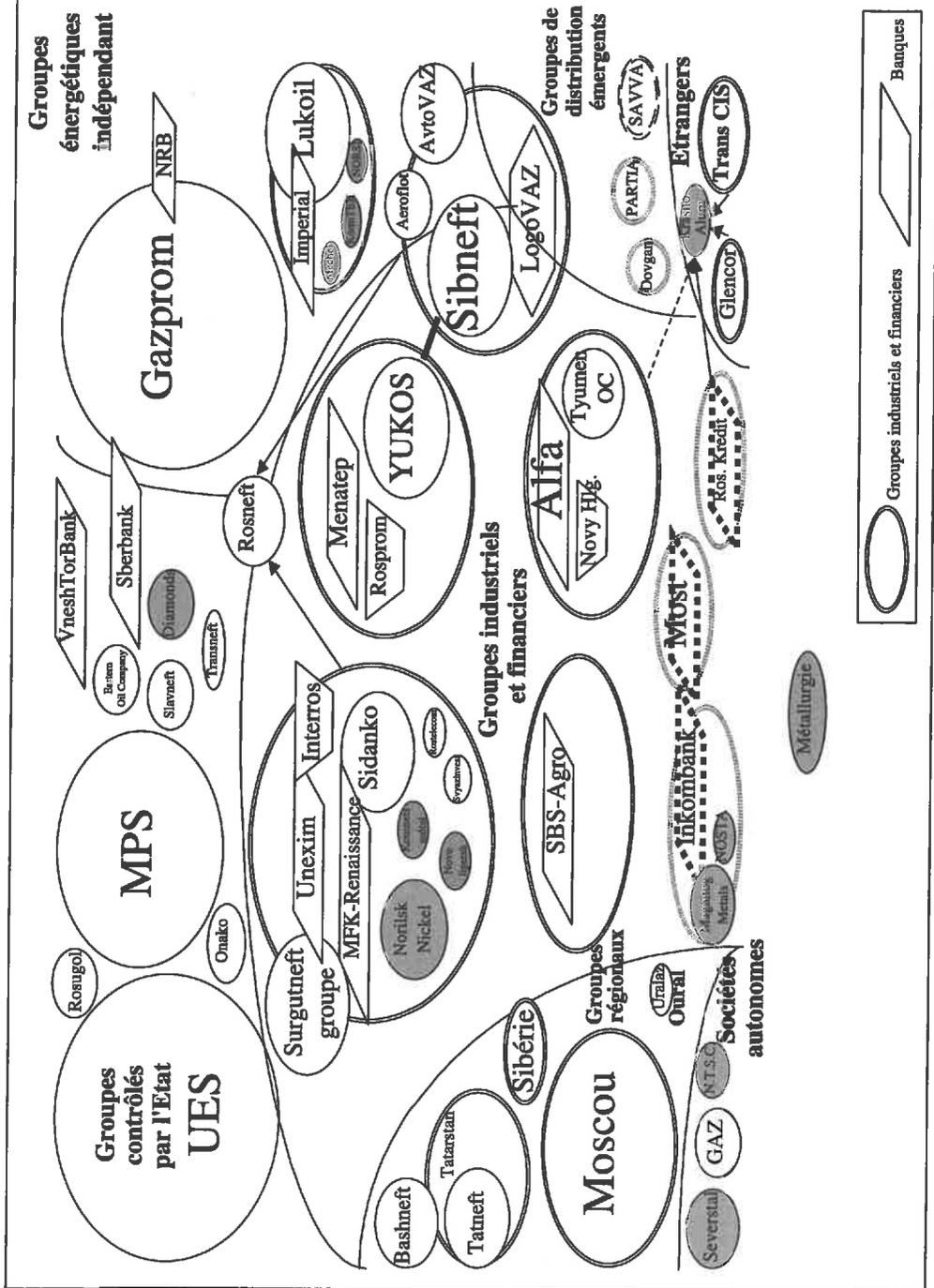
En définitive, l'émergence des groupes est, en grande partie, une conséquence de l'échec des réformes, et particulièrement de la privatisation, à donner naissance à un système performant en termes de financement et de contrôle de l'industrie. En effet, les deux autres modèles cohérents, "insido-bancaire" et "mixte-marché", ont échoué face à l'incomplétude ou l'échec des réformes institutionnelles, indispensables au développement de mécanismes de contrôle et de financement. L'essor des groupes russes, et leurs caractéristiques qui posent problème, peuvent ainsi être analysés comme l'autopsie d'un échec des réformes au niveau micro- et méso-économique. Le mépris des institutions et la non prise en compte du temps, en définitive le manque de profondeur des réformes, ont conduit à l'impasse actuelle.

M. M.

41. Ainsi, d'après Kornai, la Russie n'a pas encore passé le test de la démocratie, qui est en fait la tenue de deux élections avec une chance raisonnable de changement de pouvoir et de gouvernement de manière « civilisée » (Kornai, 1997). La récente remise en cause violente de la ploutocratie indonésienne, basée sur le pouvoir politique et industriel, devrait à cet égard faire réfléchir certains.

ANNEXE 1

Carte industrielle de la Russie au premier trimestre 1998



Les groupes financiers et industriels russes

GRUPE	DIRIGEANT	RANG DE POUVOIR	BANQUE	RANG ET (CAPITAL) ¹	PARTICIPATIONS INDUSTRIELLES PRINCIPALES	RANG ET (CA) ²	INTÉRÊTS DANS LES MÉDIAS*	ALLIÉS POLITIQUES ³
Gazprom	REM VYAKHIREV	1	Bank Imperial Gazprom Bank NRB	12 (1248) 5 (2365) 4 (3525)	Gazprom	2 (139)	Trud; Rabotchaya Tribuna NTV* (avec Most)	VIKTOR CHERNOMYRDIN
Berezovsky	BORIS BEREZOVSKY	2	Obyeninenny Bank Logovaz ⁴	Pas dans les 100 premières <i>idem</i>	Sibneft. AvtoVAZ <i>idem</i>	8 (19) 7 (24)	ORT* (avec d'autres) Nezavisimaya Gazeta; Ogonyok	Famille ELTSIN
Uneximbank	VLADIMIR POTANTIN	3	Uneximbank	2 (5295)	Surgutneft	5 (29)	Komsomolskaya Pravda ANATOLY CHUBAIS et YURI LUZHKOVA	
LUKoil	VAGIT ALEKPEROV	4	Bank Imperial	15 (1195)	LUKoil	3 (54)	Izvestia (avec Uneximbank)	
Menatep	MIKHAIL KHODORKOVSKY	5	Bank Menatep	12 (1248)	Sidanko Norilsk Nickel Svyazinvest	4 (31) 9 (18)	Russky Telegraf Izvestiya (avec LUKoil)	
Most	VLADIMIR GUSSINSKY	6	Most Bank	11 (1532)	Kouznetsk Metal	25 (5)		
SS-Agro	ALEXANDER SMOLENSKY	7	SBS-Agro Bank	6 (2164)	Yukos	6 (27)	Independent Media Segodnya; Itogi; NTV* (avec Gazprom)	YURI LUZHKOVA et GRIGORY YAVLINSKY
Alfa	MIKHAIL FRIEDMAN	8	Alfa Bank	17 (1031)	Tyumen Oil	17 (13)	Kommersant	

1. Capital au premier janvier 1998, en millions de nouveaux roubles.

2. Chiffre d'affaires en 1997, en milliards de nouveaux roubles, sources : *Expert*, 12 octobre 1998, N: 38 (154).3. Source : *The Economist*, 14 avril 1998, "Tycoons behind the politicians".

4. Société d'import-export.

* Télévision ou presse écrite.

RÉFÉRENCES

- Aglietta M. (1995), *Macroéconomie Financière*, collection Repères, La Découverte, Paris.
- _____ (1998), "Globalization, Competition between Social Models, Elements of Transnational Economic Policy", communication présentée au séminaire *Evolution et Transformation des systèmes économiques: approches comparatives du capitalisme et du socialisme*, juin, CEMI-GERME.
- Aslund A. (1996), "Inequalities Should Not Be Blamed on Russia's Economic Reformers", *Financial Times*, 31 mai.
- Aukutsionek S. (1996), "Bank Loans to Russian Industry", *The Russian Economic Barometer*, n° 4.
- Barbé S. (1997), "Remarks about Banking Intermediation at the Beginning of 1997", in *Monetary and Financial Report*, Russian European Centre for Economic Policy, décembre 1996 - avril 1997, Moscou.
- Barbé S., Ch. de Boissieu, D. Cohen, A. Klepach & G. de Pontbriand (1997), *The Challenges for the Russian Banking System*, Working Paper n° 1997/2, Russian European Centre for Economic Policy, Moscou.
- Baumol W.J., J.C. Panzar & R.D. Willig (1982), *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*, Harcourt Brace Jovanovitch Inc., New York.
- Black B., R. Kraakman & J. Hay (1996), "Corporate Law from Scratch", in *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, R. Frydman, C. Gray & A. Rapaczynski (eds), CEU Press, Budapest.
- Blasi J.R. & A. Shleifer (1996), "Corporate Governance in Russia", in *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, R. Frydman, C. Gray & A. Rapaczynski (eds), CEU Press, Budapest.
- Blasi J.R., M. Kroumova & D. Kruse (1997), *Kremlin Capitalism*, Cornell University Press, New York.
- de Boissieu Ch., D. Cohen & G. de Pontbriand (1996), *Russian Firms in Transition, 1992-1995*, Working Paper n° 1996/10, Russian European Centre for Economic Policy, Moscou.
- Boycko M., A. Shleifer & R. Vishny (1993), "Privatizing Russia", *Brookings Papers on Economic Activity* 0(2), pp. 139-81, Brookings Institution, Washington DC.
- Chavance B. & E. Magnin (1996), "L'émergence d'économies mixtes "dépendantes du chemin" dans l'Europe centrale post-socialiste", in R. Delorme (dir.), *A l'Est, du nouveau*, L'Harmattan, 1996.
- Commission des Communautés européennes (1998), *Review Report, Findings and Recommendations*, TACIS Financial Industrial Groups Project, Pilot Assistance and Dissemination.
- Clarke S. (ed) (1996a), *The Russian Enterprise in Transition*, Edward Elgar Publishing Limited, UK.
- _____ (1996b), *Conflict and Change in the Russian Industrial Enterprise*, Edward Elgar Publishing Limited, UK.
- Daigle K. (1998), "Devaluation Would Send Banks into Insolvency", *Moscow Times*, 30 juin.
- Deliaguine M. (1997), *Economica Nieplatiojiei: Kak i Potchemou Moui Boudiem Jit Zavtra* (L'économie des non-paiements : comment et pourquoi nous allons vivre demain), Moscou.
- Delorme R. (dir.) (1996), *A l'Est, du Nouveau*, L'Harmattan, Paris.
- Demsetz H. (1997), "The Firm in Economic Theory: a Quiet Revolution", *American Economic Review*, vol.87, n° 2.
- Diamond D.W. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, vol. 51, pp. 393-414.
- Earle J. & S. Estrin (1996) "Employee Ownership in Transition", in *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, R. Frydman, C. Gray & A. Rapaczynski (eds), CEU Press, Budapest.
- Franks J.R. & C. Mayer (1992), *Corporate Control: a Synthesis of the International Evidence*, IFA Working Paper, n° 165-92, Londres.

- Frydman R., C. Gray & A. Rapaczynski (eds) (1996), *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, CEU Press, Budapest.
- Frydman R., K. Pistor & A. Rapaczynski (1996), "Investing in Insider-Dominated Firms: A Study of Russian Voucher Privatization Funds" in *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, R. Frydman, C. Gray & A. Rapaczynski (eds), CEU Press, Budapest.
- Gilson R.J. & M.J. Roe (1993), "Understanding The Japanese Keiretsu : Overlaps Between Corporate Governance and Industrial Organization", *Yale Law Journal*, vol. 102, n° 4.
- Groenewegen J. (1997), "Institutions of Capitalisms: American, European and Japanese Systems Compared", *Journal of Economic Issues*, vol. 31, n° 2.
- Grossman S. & O. Hart (1988), "One Share One Vote and The Market For Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, vol.20, n° 4.
- Hirschmann A. (1970), *Exit, Voice and Loyalty: Responses to The Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge University Press.
- Jenkinson T. & C. Mayer (1993), "The Assessment: Corporate Governance And Corporate Control", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 8, n° 3.
- Kole S. & K. Lehn (1997), "Deregulation, The Evolution of Corporate Governance Structure and Survival", *American Economic Review*, vol. 87, n° 2.
- Kester W.C. (1992) "Industrial Groups As Systems of Contractual Governance", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 8, n° 3.
- Kriuchkova P. (1997), *Household Deposits and Financial Intermediation in Russia*, Working Paper n° 1997/3, Russian European Centre for Economic Policy, Moscou.
- Kornaï J. (1984), *Socialisme et économie de la pénurie*, Economica, Paris.
- _____ (1992), *The Socialist System: the Political Economy of Communism*, Oxford University Press.
- La Porta R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny (1996), *Law and Finance*, Harvard University.
- Lazonick W. (1992), "Controlling the Market for Corporate Control: The Historical Significance of Managerial Capitalism", *Industrial and Corporate Change*, vol 1, n°3.
- Logue J., S. Plekhanov & J. Simmons (eds) (1995), *Transforming Russian Enterprises*, Greenwood Press, Londres.
- North D.C. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, New York.
- Perotti E. & S. Gelfer (1998), *Investment Financing in Russian Financial-Industrial Groups*, Working Paper n° 3, Russian European Centre for Economic Policy, Moscou.
- Putman R.D. (1993), *Making Democracy Work. Civic Traditions in Modern Italy*, Princeton University Press, Princeton.
- Russian Economic Trends* (1997), n° 3, Russian European Centre for Economic Policy, Moscou.
- Sachs J. (1997), "Economic Transition and the Exchange Rate Regime", *American Economic Review*, vol.87, n° 2.
- Sapir J. (1996), *Le chaos russe, la Découverte*, Paris.
- _____ (1998), *La situation financière russe en mai 1998*, Document de travail n° 1, Centre d'étude des modes d'industrialisation-EHESS, Paris.
- Schelling T.C. (1960), *The Strategy of Conflict*, Oxford University Press, New York.
- Schumpeter J. (1942) [1990], *Capitalisme, Socialisme et Démocratie*, Payot, Paris.
- Sgard J. (1997), *Europe de l'Est, la transition économique*, collection Domino, Flammarion, Paris.
- Shleifer A. & D. Vasiliev (1996), "Management Ownership and Russian Privatization", in *Corporate*

Governance in Central Europe and Russia, R. Frydman, C. Gray & A. Rapaczynski (eds), CEU Press, Budapest.

Tirole J. (1995), "Collusion et théorie des organisations", *Economie Industrielle*, Hors-Série : Développements Récents.

Williamson O.E. (1989) : "Transaction Costs Economics" ; in R. Schmalensee & R. Willig, *Handbook of Industrial Organization*, North-Holland, Amsterdam.

Zlotowski Y. (1998) : "La crise des paiements en Russie, expression d'un consensus social ?" , *Les Etudes du CERJ*, n° 43, août, Centre d'étude des relations internationales, Fondation Nationale des Sciences Politiques, Paris.