



# L'INSUFFISANCE DE L'EXPLICATION LÉGALE POUR RENDRE COMPTE DES DIFFICULTÉS DE LA TRANSITION RUSSE EN MATIÈRE DE « CORPORATE GOVERNANCE »

MATHILDE MESNARD \*

Tous les protagonistes de la transition russe, hommes politiques, responsables des organisations internationales, conseillers occidentaux, praticiens russes ou étrangers, chercheurs russes comme étrangers, s'accordent sur un point : l'échec des réformes en matière de *corporate governance*. À cet égard, les discours d'Eltsine<sup>1</sup> ou de Camdessus<sup>2</sup> lors de leurs démissions ou l'adresse de Stiglitz, alors encore économiste en chef à la Banque mondiale sont éloquentes.

De fait, le « cas » russe semble fournir toutes les informations et exemples appropriés pour élaborer une carte de l'ensemble des pathologies existantes et potentielles en matière de *corporate governance*. Certes, il s'agit alors d'anecdotes basées essentiellement sur des informations journalistiques, au moins pour un certain nombre d'entre elles. Mais, comme l'affirment Black, Kraakman et Tarassova (1999, p. 8) : « le problème pour rendre compte des abus des *insiders* russes n'est pas de trouver des histoires 'vraies', mais de sélectionner parmi les histoires juteuses qui abondent ».

Il n'est donc pas trop difficile de rendre compte de manière extrêmement détaillée et documentée des différentes manifestations de l'échec de la *corporate governance* en Russie. En revanche, peu d'analyses permettent d'analyser de manière explicite les mécanismes ayant conduit à cet échec. Dépasser le constat est nettement plus exigeant et, malheureusement, aussi décourageant. Une première grande vague d'explication devant l'ampleur du désastre a été le recours à l'explication légale. Notre article s'attache à réfuter l'argument légal tel qu'il a été développé

\* OCDE, Corporate Affaire Division, mathilde.mesnard@oecd.org.

concernant le cas particulier de la Russie ou, tout du moins, à en montrer son insuffisance pour expliquer cet échec en matière de *corporate governance* dans le cas russe.

Nous allons dans une première partie exposer cet argument légal tel qu'il s'est développé récemment dans la littérature et plus spécifiquement concernant la transition russe, en mettant en évidence les enjeux théoriques d'un tel argument. Nous allons ensuite analyser les principales difficultés légales de la transition russe, ainsi que les origines de ces difficultés. Pour ce faire, nous faisons le point sur les évolutions légales, puis nous exposons les principaux obstacles à un « développement » légal satisfaisant. Nous mettons enfin en évidence les particularités de la Russie en matière juridique ainsi que les déterminants de ses difficultés légales.

Nous voulons ainsi montrer en quoi les difficultés du développement légal russe sont en grande partie endogènes au processus de transition. L'argument légal est par conséquent insuffisant pour rendre compte des difficultés rencontrées en matière de *corporate governance*.

### *ORIGINE ET ENJEUX THÉORIQUES DE L'EXPLICATION LÉGALE*

2

La prise en compte de la loi dans l'explication des performances économiques constitue en soi une « révolution » par rapport au paradigme néo-classique, puisqu'elle remet fondamentalement en question la toute-puissance de l'efficience des arrangements privés. Elle a pour le moins des « implications subversives » pour certains de ses développements, notamment en matière de finance d'entreprise et en premier lieu pour le modèle d'entreprise décrit par Jensen et Meckling (1976)<sup>3</sup>. Coffee ironise ainsi en référence à « un désormais obscur économiste du XIX<sup>ème</sup> siècle, Karl Marx » en débutant sa critique de l'explication légale par « un spectre hante la théorie néo-classique » (Coffee, 1999).

Cette remise en question de la toute-puissance et de l'autosuffisance des arrangements privés a été engendrée, de manière significative, même si cela peut sembler paradoxal, par les difficultés de la transition à l'Est. En effet, dans un premier temps, les réformateurs se sont focalisés sur le démantèlement de l'État. Face à la récession transformationnelle générale dans l'ensemble des pays en transition, un premier infléchissement dans les programmes de réformes a eu lieu avec l'accent mis sur les privatisations. Les programmes de privatisation se sont ensuite notamment heurtés à la fragilité et à l'écroulement des marchés des titres, d'une part, à l'expropriation à grande échelle par les *managers* et les actionnaires majoritaires, d'autre part. Ces programmes avaient largement été dessinés sur la base de ces théories « standard élargies » et avaient été



appliqués avant la consolidation d'une base juridique solide notamment en matière de droit des sociétés.

Ceci avait pourtant donné lieu à un débat explicite au début de la transition. Ce débat s'était donc soldé par la victoire des tenants de la toute-puissance des incitations privées pour aboutir à une situation globale optimale. Cette idée a même été défendue assez tard dans la décennie 1990, par exemple par Hay, Shleifer et Vishny (1996), comme en témoignent les extraits suivants : « L'ordre politique possible des réformes institutionnelles est alors la privatisation en premier, l'introduction de règles légales en second, et des réformes bureaucratiques seulement dans le très long terme » (Hay, Shleifer et Vishny, 1996, p. 565). Avec néanmoins une bonne intuition, ils ont cependant mis un bémol à leur affirmation en faisant remarquer que « certaines lois pour lesquelles les propriétaires font du *lobbying* sont sans aucun doute en faveur de leurs propres intérêts, plutôt que de l'intérêt général et social » (*ibid*).

Les résultats problématiques des programmes de privatisation, en premier lieu en Russie, ont alors été attribués aux défaillances du cadre légal. De nombreuses critiques ont alors émergé, proclamant que les privatisations auraient dû être précédées ou tout du moins accompagnées de la mise en place d'un cadre légal « décent », avant tout pour contrôler les transactions « privilégiées » (Black, Kraakman et Tarassova, 1999). Les privatisations « sales » et « par tous les moyens », encouragées par « le consensus de Washington », ont ainsi été « néfastes dans la mesure où elles ont perverti pour longtemps la règle de droit » (Stiglitz, 1999).

Cette vision légale a été en particulier systématiquement développée par quatre auteurs : LaPorta, Lopez de Silvanes, Shleifer et Vishny, ou plus succinctement LLSV. La trajectoire personnelle de ces auteurs, notamment de Shleifer et Vishny, est significative de l'évolution de la théorie standard étendue vis-à-vis, à la fois, de la transition et de la *corporate governance* en général. Ces deux auteurs ont en effet, de manière significative, travaillé sur les deux sujets et font référence dans les deux domaines. En étudiant de près leurs évolutions théoriques, il apparaît qu'ils ont développé l'argument légal dans l'étude générale et comparative de la *corporate governance* afin de pouvoir mieux l'utiliser pour justifier des difficultés des programmes de réforme, notamment en Russie, programmes dans lesquels ils ont été fortement impliqués.

Plus généralement, les faiblesses juridiques ont été tenues pour responsables du blocage de la transition par les principaux *designers* des programmes de privatisation (Aslund, 1995)<sup>4</sup>. En effet, l'intégration de la dimension légale permet en quelque sorte d'éviter l'effondrement du paradigme de la théorie standard élargie en reportant son échec sur ces questions légales. On reste alors dans une vision néo-classique d'un



monde contractuel sous-tendu par des institutions légales effectives. L'explication légale apparaît alors plus comme une bouée de secours pour la théorie standard. Ainsi, par ce recours *in fine*, on serait tenté de dire *in extremis*, au système légal, LLSV bottent en touche, mais ne trompent, ce faisant, pas grand monde. Ils ouvrent une brèche qui ne résistera pas longtemps à la remise en cause plus radicale du programme standard.

Ainsi, LLSV illustrent parfaitement le cheminement plus global de la pensée économique standard confrontée à la transition dans les pays de l'Est. Afin de pouvoir rendre compte un minimum, si ce n'est de la réalité, tout du moins de l'échec des réformes engagées sur la base de ses prescriptions, elle a été obligée d'intégrer des concepts de plus en plus éloignés de son paradigme initial dans un mouvement s'apparentant à celui d'un accordéon. L'approche standard de la transition n'y aurait pas résisté et aurait fini par exploser avec la crise financière russe de l'été 1998 (Verceuil, 2000).

Dans une perspective historique, le sous-développement d'institutions légales encadrant les relations impersonnelles entre agents économiques est analysé comme un obstacle majeur au développement du capitalisme (Hendley, 1997a et b). En effet, c'est l'élargissement progressif du domaine des transactions possibles qui a accompagné et soutenu le développement du capitalisme en Europe. Les réformateurs se sont basés sur l'analyse, faite par Weber (1967) et North (1990), de l'histoire du développement légal en Europe de l'Ouest, analyses qui font l'hypothèse d'une efficience légale. Dans ces analyses, la première phase du développement légal est fondée sur les incitations des agents économiques. Il s'agit alors d'un développement « par le bas ». Les réformateurs ont ainsi compté sur la constitution progressive des nouveaux propriétaires en groupes d'intérêts en faveur de la défense légale des droits de propriété. C'est cette perspective qui les a encouragés à mettre en œuvre les programmes de privatisations avant la mise en place d'un cadre légal et d'institutions capables de le mettre en œuvre.

Mais, outre cette vision d'un développement légal « par le bas » et donc ne nécessitant pas d'intervention politique, la négligence du politique découle aussi fondamentalement d'une perspective dans laquelle les économistes disposent du bon modèle économique. De fait, dans la perspective néo-classique où l'économie peut être assimilée à une science dure, où existent des « lois de la nature », il n'y a pas de place réelle pour le débat politique. Celui-ci ne devient nécessaire que s'il y a désaccord sur les critères à utiliser pour choisir entre différentes solutions. Cette construction intellectuelle mène logiquement à un refus de la démocratie (Sapir, 2000).



Le principal argument alors avancé pour négliger le débat politique était un argument de tactique politique. Il se référait à la fenêtre d'opportunité que constituait la période post-été 1991 pour effectuer des réformes irréversibles avant que les réactions sociales et politiques perçues comme inévitables ne puissent provoquer un retour en arrière, à l'image du destin des programmes de réforme sous le système soviétique. Au nom d'un argument politique, on avait donc prôné une certaine négligence de l'aspect re-distributif et donc politique des privatisations. L'argument sous-jacent était celui selon lequel peu importait qui deviendrait dans un premier temps propriétaire des actifs industriels privatisés. On comptait, d'une part, sur l'efficacité du marché pour effectuer une redistribution ultérieure de la propriété en direction des propriétaires qui seraient le mieux à même de mettre en valeur ces actifs industriels. On comptait également sur la transformation des bénéficiaires de la privatisation en capitalistes, ceci par la magie des incitations privées. Kornai (2000) parle à ce propos de « coasisme vulgaire ».

Cette croyance en l'émergence spontanée de groupes d'intérêts défendant les droits de propriété tout comme les réformes en général relève par ailleurs d'une incohérence discursive majeure. L'idée d'une émergence spontanée des règles de droit est contradictoire avec la réintroduction d'une véritable dimension juridique. De fait, on évacue alors le problème de la légitimité. Les acteurs ont besoin du droit car ils doivent pouvoir se référer à un pouvoir supérieur pour régler leurs désaccords potentiels. La vision contractuelle s'évertue ainsi à évacuer la question du pouvoir, mais celui-ci, s'il est sorti par la porte, entre à nouveau par la fenêtre. En effet, cette incohérence discursive relève à son tour de la réticence à tenir compte du rôle de l'État dans la période de transition. Cette dernière était perçue comme devant avant tout mener à la destruction de l'intervention étatique, intervention tant honnie aussi bien dans ces économies que dans l'idéologie libérale dominante alors à l'Ouest. Or cette négligence délibérée de l'État dans la transition a constitué une des pierres d'achoppement de cette dernière.

De fait, les groupes d'intérêts qui se sont constitués suite aux programmes de privatisation se sont avérés être plutôt opposés à un développement légal ultérieur, ceci tout particulièrement en Russie. La transition russe a d'ailleurs été qualifiée par Sgard (1997) de « désinstitutionnée », ce qui la distingue des autres transitions centre-européennes. Face aux problèmes rencontrés, notamment en matière de *corporate governance*, mais surtout face à la récession transformationnelle particulièrement sévère en Russie, les réformateurs ont alors pris en considération, mais seulement dans un deuxième temps, la nécessaire intervention de l'État. En effet, toujours dans la perspective de Weber et North, l'État intervient dans une deuxième phase du développement



légal pour institutionnaliser le système légal. Cette intervention nécessaire doit permettre d'aboutir à la rationalité légale formelle telle qu'elle est décrite par Weber.

Mais cette prise en compte du cadre légal, en se limitant à son intégration comme infrastructure neutre, ne résiste pas à une critique plus approfondie. Elle mène inévitablement à un élargissement de la perspective, élargissement institutionnel et notamment politique. En effet, en se penchant sur les évolutions légales, les questions politiques resurgissent inévitablement au premier plan. Tout d'abord, on ne peut s'interroger sur la question légale sans s'interroger sur la légitimité de la loi et du pouvoir assurant le respect de la loi. Le processus législatif lui-même reste ensuite hautement politique. Le feuilleton de l'opposition Eltsine-Douma qui a dominé la scène politique russe durant la décennie 1990 en est une illustration manifeste. L'opposition entre Eltsine et le Parlement de Russie, qui s'est soldée dramatiquement en 1993, renvoie, de fait, à la question de la légitimité du pouvoir. L'opposition ultérieure entre Eltsine et la Douma s'est déroulée dans un cadre constitutionnel érigé par Eltsine lui-même où la Douma était, de fait, irresponsable. Par ailleurs, les luttes d'influences politiques se jouent aussi au niveau des organisations en charge de l'élaboration ou de la mise en œuvre du cadre légal.

6

Ainsi, en développant une explication légale des difficultés des réformes en Europe de l'Est et tout particulièrement de l'échec des privatisations russes, la théorie standard élargie a tenté de dissimuler son incapacité à mener ou penser la transition. Elle a de plus, et de ce fait, ouvert une brèche qui donnera lieu à des remises en cause beaucoup plus radicales qu'elle ne pourra contenir.

### *LES ÉVOLUTIONS ET DIFFICULTÉS LÉGALES DANS LA TRANSITION RUSSE*

Comme nous l'avons déjà évoqué, l'échec de la transition russe et plus spécifiquement du programme de privatisation a été récemment expliqué par les difficultés légales. Dans cette partie, nous évoquerons dans un premier temps les principales difficultés se rapportant au respect de la loi dans la Russie en transition. Nous tenterons ensuite de mettre en évidence la spécificité de la Russie en matière de fonctionnement légal.

#### *Les évolutions législatives*

Les évolutions légales ont été à la fois profondes et étendues durant la transition russe. De fait, quasiment toutes les lois nécessaires à une économie de marché ont été adoptées, et une transformation importante du système judiciaire a été effectuée (Hendley, 1996).

### Encadré n°1

#### Lois les plus importantes concernant la *corporate governance*

- le Code civil entre 1995 et 1997 ;
- la loi anti-monopole de 1991 amendée en 1995 puis en 1998 ;
- la loi sur les titres de 1995 ;
- la loi sur les sociétés anonymes de 1996 amendée en novembre 1998 ;
- la loi sur la faillite de 1998 ;
- la loi sur les SARL de 1998 ;
- la loi fédérale « sur la protection des droits et des intérêts légaux des investisseurs sur les marchés de titres » entrée en vigueur en mars 1999.

Les changements ont principalement eu lieu dans la deuxième moitié de la décennie 1990, comme le montre l'amélioration significative des évaluations effectuées par la BERD et la Banque mondiale<sup>5</sup>. Une étude plus précise des différentes composantes de la législation servant à défendre les droits des actionnaires comme celui des créiteurs montre que, à l'instar des autres pays en transition, la Russie a vu sa législation nettement améliorée à partir de 1996. La « loi écrite » est ainsi à la hauteur non seulement des pays en transition considérés comme les plus avancés, mais également des pays occidentaux de référence (Pistor, 2000a et b).

#### *La loi sur les sociétés*

Une loi particulièrement importante pour la transition russe, comme pour les autres économies en transition, est la loi sur les sociétés anonymes au sens large, c'est-à-dire l'ensemble des actes législatifs se rapportant à la structure des sociétés et aux relations entre actionnaires ainsi qu'entre les actionnaires et les managers<sup>6</sup>. Le rôle de la loi sur les sociétés anonymes semble d'autant plus crucial que celle-ci n'est pas « triviale », c'est-à-dire qu'elle ne peut que partiellement se combiner avec d'autres contraintes légales, de marché ou culturelles, pour empêcher les *managers* ou les actionnaires significatifs de s'enrichir personnellement au lieu de créer de la valeur sociale (Black et Kraakman, 1996, p. 1912). Ainsi, cette loi devient plus importante dans l'environnement de changement institutionnel majeur que connaît la Russie, alors qu'elle ne peut s'appuyer que très faiblement sur d'autres ressources institutionnelles pour remplir sa fonction.

Cependant, les conditions prévalant en Russie comme dans les autres économies en transition rendent impossible, ou en tout cas excessivement difficile, le recours à une loi sur les sociétés « facilitante »<sup>7</sup>, c'est-à-





dire qui laisse une plus grande place à l'initiative des managers. En effet, les conditions nécessaires à un tel recours sont clairement opposées à l'environnement de la transition, où les asymétries d'informations sont particulièrement aiguës, les marchés faiblement efficaces, les coûts de contractualisation élevés, le respect des contrats problématique, l'environnement économique incertain... En revanche, l'adoption d'un modèle de loi basé sur l'interdiction, à l'instar des législations anglo-saxonnes du XIX<sup>ème</sup> siècle, n'est pas non plus optimal. Ceci est vrai en dépit de la plus grande similarité des problèmes qui se posaient dans le capitalisme émergent d'alors et dans la Russie en transition actuelle. En effet, un tel modèle, basé sur l'interdiction, contraint trop fortement la liberté de manœuvre et d'innovation des *managers*, alors que ce point reste crucial au regard des besoins de restructuration. Pour être flexible, un tel modèle demande une grande inventivité dans l'interprétation des lois, donc un système légal globalement développé et sophistiqué, qui reste hors de portée de la Russie à moyen terme.

Dans cette perspective, la loi russe sur les sociétés anonymes a été élaborée sur les conseils des auteurs cités ci-dessus de façon à être « auto-exécutoire<sup>8</sup> », c'est-à-dire en respectant autant que possible les cinq principes suivants :

8

- une application par les participants directs (*managers*, membres du Conseil d'administration, actionnaires) plutôt que par des participants indirects (juges, régulateurs, experts, presse financière...);
- une protection renforcée des actionnaires extérieurs;
- un appui sur des protections procédurales plutôt que sur des interdictions sèches ou des protections substantives;
- l'utilisation de règles simples et claires plutôt que l'application de standards, sujets à interprétation;
- des punitions légales significatives *de jure* pour compenser la faiblesse de l'application de la loi *de facto* (Black et Kraakman, *op. cit.*, p. 1917).

On retrouve ainsi, dans ces principes, les explications des bonnes performances russes en matière de « loi écrite » exposées dans la section précédente. Ces principes insistent en effet sur une protection *de jure* forte des actionnaires, notamment les minoritaires, et sur la possibilité de mesures punitives *ex post* importantes.

Nous allons maintenant étudier plus en détails deux aspects cruciaux de cette loi, d'une part la protection des actionnaires minoritaires, d'autre part les mesures concernant la diffusion d'informations.

#### *Protection des actionnaires minoritaires et diffusion d'information*

La loi sur les sociétés semble fournir, à première vue, une large panoplie de mesures visant à protéger les actionnaires minoritaires.





Un certain nombre de ces mesures se trouvent pourtant vidées de leur pouvoir au regard de dispositions plus précises ou d'autres réglementations russes. En effet, ces clauses protectrices ne sont pas sans poser problèmes, ne serait-ce qu'au regard de la formulation plus précise de la loi, notamment dans sa définition des « transactions importantes », des transactions entraînant un conflit d'intérêts ainsi que des « personnes affiliées » (Avilov et Kozyr, 1999).

Un deuxième point extrêmement sensible dans la transition russe concerne la diffusion d'information. Ce point n'a été abordé de manière directe dans la législation que récemment. En effet, la majorité des actes réglementaires portant sur la diffusion d'informations émanent maintenant de la FKTSB (Commission fédérale du marché des titres). Ils portent sur la diffusion d'information lors d'émissions d'actions, d'obligations ou lors de la diffusion de prospectus, sur les rapports trimestriels, sur les rapports concernant les faits significatifs et sur la liste des « personnes affiliées ». La FKTSB a en effet réagi aux nombreux abus constatés en matière d'émissions<sup>9</sup>.

La loi fédérale « sur la protection des droits et des intérêts légaux des investisseurs sur les marchés de titres », entrée en vigueur en mars 1999, établit également d'importantes normes en matière de diffusion d'information<sup>10</sup>.

La réglementation en matière de diffusion d'information est ainsi globalement assez stricte. Elle est même souvent perçue comme excessive et reste globalement peu respectée. Elle est qualifiée de « chaotique », du fait notamment des changements réguliers dans la réglementation des marchés de titres. La FKTSB estime que la grande majorité des entreprises ne soumettent pas correctement les rapports trimestriels, ni les rapports sur des faits significatifs<sup>11</sup>.

Ceci peut en partie être expliqué par le fait qu'avant l'adoption de la loi de 1999, il n'y avait aucun moyen légal de poursuivre les contrevenants. Cependant, cela résulte également du fait que, dans de nombreux cas, l'enregistrement d'un prospectus n'est pas nécessaire. Or la responsabilité quant aux rapports trimestriels et aux rapports sur les faits significatifs est clairement liée, dans la loi, à l'enregistrement d'un prospectus. Si les actions d'une entreprise ne circulent pas sur le marché des titres, ces obligations d'information sont perçues comme superfétatoires, extrêmement lourdes et coûteuses. La volonté d'attirer des investisseurs pourrait inciter les entreprises à révéler plus d'informations. Cependant, la majorité des émissions ne visent pas, actuellement, à attirer de nouveaux investisseurs. Elles sont plutôt liées à des capitalisations, des consolidations, des fractionnements d'actions ou des redénominations<sup>12</sup>.

Enfin, en tout état de cause, l'information divulguée par les sociétés n'est pas perçue, à juste titre, comme fiable, pas plus que n'importe

quelle autre information circulant sur le marché russe. Sa qualité laisse également à désirer, notamment en ce qui concerne les informations financières. Ceci est dû avant tout aux fréquents changements introduits dans le système comptable lors des dernières années. Ces changements empêchent toute interprétation, dans la mesure où une telle interprétation ne peut qu'être essentiellement comparative. Enfin, le système comptable reste caractérisé par des faiblesses, pour ne pas dire les défauts majeurs, au premier rang desquels l'orientation fiscale et l'enregistrement en termes de trésorerie. Ces caractéristiques restent des obstacles fondamentaux pour la qualité de l'information financière.

### *Les problèmes liés à l'application de la loi*

En dépit de ces évolutions législatives fondamentales et impressionnantes sur le papier, de nouvelles manières de contourner la loi ont été trouvées et utilisées. On ne doit pas oublier à cet égard que, sous le régime socialiste, l'art de contourner les mécanismes de contrôle et d'exploiter les faiblesses des procédures s'est développé en un art de survie (Blankenagel, 2000). De telles compétences ont été aisément redéployées en face d'un système légal encore peu sophistiqué et sous-développé. En effet, l'existence de lois ne préjuge ni de leur interprétation, ni de leur application.

### *Des problèmes d'interprétation*

Pour ce qui est de l'interprétation, plusieurs points flous restent à éclaircir, dans la loi elle-même ou par la pratique. Ceci découle du fait que les lois ont été largement inspirées du modèle anglo-saxon, basé lui-même sur la jurisprudence. Ce modèle s'appuie, de ce fait, sur une expérience accumulée pour l'interprétation des textes et des cas.

Ainsi, l'existence dans la nouvelle législation russe d'un équivalent du « devoir de loyauté » américain, c'est-à-dire l'obligation pour les *managers* d'agir dans l'intérêt de la compagnie, raisonnablement et de bonne foi, ne garantit pas une interprétation adéquate par les tribunaux russes.

De la même manière, quelques points de la loi sur les sociétés anonymes nécessitent encore un travail d'interprétation et d'élaboration d'une jurisprudence. Tel est le cas en ce qui concerne notamment la définition des « personnes affiliées ». Cette définition est en effet restée très floue pendant plus d'un an et demi, entre l'adoption de la loi sur les sociétés anonymes, en septembre 1996, et la définition qui en est donnée dans un amendement à la loi sur les monopoles : « Les personnes physiques ou morales capables d'exercer une influence sur l'activité de personnes physiques ou morales engagées dans des activités entrepreneuriales ». Cette définition générale est précisée par une énumération<sup>13</sup> qui reste cependant, à ce jour, incomplète. Une loi fédérale

« sur les personnes affiliées » est passée en première lecture à la Douma en janvier 2000. Cette loi élargit la définition adoptée jusque-là.

*Des contradictions entre les différentes législations*

Des problèmes d'application dérivent aussi des contradictions existantes entre les différentes législations. C'est le cas, par exemple, pour les obligations de divulgation d'informations. Celles-ci sont dispersées entre différentes réglementations et dérivent parfois d'approches ou de principes divergents. Ainsi, les standards élaborés par la FKTSB en ce qui concerne la diffusion sur les « personnes affiliées » diffèrent de ceux de la loi anti-monopole. Les mêmes problèmes se posent pour l'information sur les personnes exerçant une influence significative. Les contradictions se trouvent alors entre les standards du FKTSB et la loi sur le marché des titres. Un autre exemple de difficulté d'application concerne encore une fois la divulgation d'informations sur les « personnes affiliées »<sup>14</sup>. Enfin, le même type de problème se pose quant à la définition des « transactions importantes » et des « transactions avec des parties intéressées », auxquelles font référence aussi bien la loi sur les sociétés que les instructions de la FKTSB. Les conséquences de ces contradictions font que les « transactions avec des personnes intéressées » ne donnent lieu à diffusion d'information que si elles portent sur plus de 10 % des actifs ou 2 millions de fois le salaire mensuel ! (Medvedeva et Timofeev, 2000).

Certaines procédures spécifiques aux transactions importantes sont difficiles à faire appliquer et respecter, même si elles ne sont pas complexes ou sophistiquées en tant que telles. En effet, elles requièrent par exemple que les relations ou les intérêts liant certains directeurs à certains actionnaires soient établis devant les tribunaux. Ceci est particulièrement problématique au regard du manque de transparence régnant dans le milieu des affaires.

Plus généralement, toute action du tribunal doit reposer sur une certaine vérification, et ce d'autant plus que, dans la tradition légale russe, les tribunaux ne se basent que sur des preuves écrites. Les problèmes d'informations constituent par conséquent un véritable obstacle à une application possible de la loi<sup>15</sup>. Ces problèmes d'information sont partiellement causés, et en tout état de cause renforcés, par l'extension du troc et des non-paiements, ainsi que par l'état désastreux du système fiscal. Enfin, la corruption tout comme le développement de la mafia font qu'il est parfaitement rationnel d'éviter de révéler toute information susceptible de montrer que l'on dégage des profits. L'environnement russe fournit de la sorte des incitations négatives à la révélation d'informations.

*Le fonctionnement des institutions légales*

En ce qui concerne l'application des lois en général, « Les tribunaux fonctionnent lentement, s'ils fonctionnent. Certains juges sont corrompus, et nombre d'entre eux, en place depuis l'ère soviétique, ne comprennent rien aux affaires, ni ne se soucient d'apprendre » (Black et Kraakman, 1996, p. 1914).

Un autre problème, spécifique à l'organisation juridique russe, résulte de la « dualité judiciaire ». Un même conflit est jugé par des juridictions différentes selon la nature des parties. Ainsi, si le plaignant est une personne morale l'affaire sera examinée en Cour d'arbitrage. Si le plaignant est une personne physique, l'affaire sera traitée par le tribunal local. Ceci peut créer une pratique légale duale (Avilov et Kozyr, 1999).

Finalement, la corruption ainsi que le caractère biaisé des tribunaux locaux obligent les plaignants à entamer de longues procédures d'appel<sup>16</sup>. Même si celles-ci aboutissent au bout du compte, les décisions rendues ont peu de chance d'être appliquées, dans la mesure où cette mise en œuvre devra être assurée par le tribunal initial. Ceci est encore plus vrai pour les conflits avec les investisseurs étrangers qui sont arbitrés dans des pays tiers.

La capture des cours d'arbitrage régionales est ainsi mise en évidence dans les récentes procédures de mise en faillite, suite à l'adoption de la nouvelle loi sur les faillites en mars 1998 (Lambert-Mogiliansky, Sonin et Zhuravskaya, 2000). D'après la législation russe, les cours d'arbitrage régionales dépendent des juridictions fédérales. Elles sont donc théoriquement indépendantes des gouvernements régionaux. Néanmoins, du fait de la faiblesse des financements fédéraux et de la distance politique et géographique entre le centre et les régions, ces cours d'arbitrage se retrouvent de *facto* dépendantes du gouverneur régional. Les primes des juges et leurs opportunités de carrière dépendent en effet des gouverneurs.

*L'insuffisant pouvoir des instances de réglementation et de contrôle*

Par ailleurs, des institutions juridiques spécifiques ont été créées *de jure*, mais sans les moyens humains et financiers ni le pouvoir politique pour mener à bien leur mission. Le meilleur exemple en est la FKTSB et son conflit paralysant avec la Banque centrale à propos du contrôle du marché des changes ou de l'établissement d'un registre central. La FKTSB se heurte également à d'autres autorités publiques ou gouvernementales, telles que le ministère de la Propriété d'État ou le ministère des Impôts et Taxes (MNS). Ainsi, le ministère de la Justice tarde-t-il pour entériner les actes réglementaires de la FKTSB.

Le même type de lutte d'influence se retrouve entre Le Comité d'État aux Faillites et la Cour suprême d'arbitrage, tous les deux éléments-clés



du processus de faillite. Le premier est favorable à une plus grande intervention de l'État dans les faillites, tout en ayant une conception très libérale et économiquement orientée des faillites comme mécanisme de sélection. La dernière s'intéresse plus aux aspects sociaux et à la protection des droits des créanciers minoritaires. Elle est favorable à l'intervention d'institutions « neutres », même à celle de l'État comme un moindre mal (Zlotowski, 2000).

Pendant, en dépit de ses obstacles, la FKTSB a une intense activité législative. Elle a, en outre, attaqué devant les tribunaux 125 sociétés pour abus de marché, et gagné dans les trois-quarts des cas. Elle a refusé d'enregistrer 1 102 rapports d'émissions en 1998, soit 6 % du total, et a réussi à sanctionner, notamment, un certain nombre d'abus significatifs en 1998. Le travail d'amendement législatif porte en ce moment principalement sur l'alourdissement des pénalités, l'instauration d'un délit pénal pour l'infraction répétée sur la diffusion d'information et l'émission de titres illégaux, ainsi la mise en place d'un tribunal *of law action* pour la liquidation des pyramides financières (Broadman, 1999).

### *La désillusion quant aux réformes légales*

Ces problèmes liés à l'application de la loi ont entraîné une désillusion de la part des experts et investisseurs aussi bien russes qu'étrangers. En effet, après l'adoption de la loi sur les sociétés de 1996, la Russie avait obtenu en 1997 un bon score dans l'enquête annuelle menée par la BERD. Depuis lors, ses scores se sont nettement dégradés, révélant dans quelle mesure une législation qui apparaissait solide et complète peut s'avérer moins efficace et moins complète lors de son application (Ramasastry, 1999).

Au regard de ces difficultés juridiques, de nombreuses propositions ont été faites, allant de la neutralisation du vote des autorités locales (Black et Kraakman, 1996) à l'extension de cette mesure à l'ensemble des *insiders*. Il s'agirait alors de limiter aux seuls actionnaires extérieurs le droit de participer à l'élection du Conseil d'administration (Fox et Heller, 1999). De telles mesures ne pourraient cependant résoudre le problème des actionnaires extérieurs intéressés ou liés aux *insiders*. En effet, cela serait partiellement efficace pour les petites ou moyennes entreprises, mais totalement insuffisant pour les grandes entreprises, où les moyens mis en œuvre et la sophistication des détournements sont bien plus avancés que les instruments légaux à disposition.

Finalement, quelques-uns des experts occidentaux les plus compétents et les plus informés en sont même venus à conseiller une renationalisation partielle, dans les cas d'abus les plus criants. Ils regrettent, en même temps, que le programme de *leasing* entrepris sous la *perestroïka* n'ait pas été poursuivi, moyennant quelques modifications,

et ainsi transformé progressivement en un programme de privatisation plus lent et progressif. En effet, une telle approche progressive aurait permis de desserrer progressivement les contrôles bureaucratiques. Elle aurait permis de mettre en place en même temps l'infrastructure légale de contrôle des transactions favorisées, cette libéralisation concernant avant tout les décisions opérationnelles. De plus, la perspective d'une privatisation future constituait une incitation positive à court terme pour restructurer l'entreprise (Black, Kraakman et Tarassova, 1999).

La désillusion se manifeste par l'évolution du ton et du vocabulaire : en 1996, Black et Kraakman faisaient preuve d'un optimisme raisonnable : « (...) notre tâche n'est pas impossible. En dépit de la faiblesse des marchés et des institutions, il est possible d'élaborer une loi sur les sociétés qui prévienne une part significative des échecs en matière de *corporate governance*, qui se produiraient en son absence (...) ; il est possible d'élaborer une loi qui fonctionne raisonnablement bien » (1996, p. 3). Trois ans plus tard, ces mêmes experts ont perdu tout espoir : « Le problème est que nous ne savons pas encore quelle doit être la force des institutions avant que les privatisations de grandes entreprises soient susceptibles de promouvoir, plutôt que d'empêcher, le développement économique. (...) Ce que nous savons est décourageant. Les tâches nécessaires ne peuvent être accomplies rapidement » (Black, Kraakman et Tarassova, 1999, p. 65).

La désillusion entraînée par les difficultés légales semble laisser entrevoir une troisième étape dans l'histoire de l'analyse des réformes. On est passé du slogan « Il faut tout privatiser, le plus vite possible et, à la limite, à n'importe quel prix » à celui de « Il faut réformer le système légal et plus particulièrement introduire un système légal de *Common Law* » (Roland, 2000). Le slogan de la troisième étape n'a pas encore franchement émergé. L'embaras des experts et organisations internationales n'a d'égal que leur assurance passée.

### *LES SPÉCIFICITÉS RUSSES EN MATIÈRE JURIDIQUE ET LEURS ORIGINES*

Cette utilisation paradoxale du cadre légal est l'illustration d'une caractéristique plus globale de « l'État de droit » dans la Russie en transition. « Le cadre légal semble happé et subverti par le fonctionnement effectif de l'économie et les manifestations de facteurs informels » (Kurunari-Millet et Zlotowski, 2000, p. 86). Ainsi, l'attention tend à « se concentrer sur ce qui n'est pas pertinent, et à ignorer la question cruciale : pourquoi les nouvelles lois ont-elles si peu d'impact sur les comportements ? » (Stephan, 1999, p. 12).

La Russie n'est pas un monde sans loi. Le choix devant lequel se





trouvent les agents économiques est plus complexe que celui de la loi ou de la mafia, comme cela a été modélisé par Hay, Shleifer et Vishny (1996). Cependant, les comportements honnêtes ou malhonnêtes sont *de facto* contagieux. À cet égard, la Russie semble bien être tombée dans une « trappe de l'illégalité » (Zak et Knack, 1998). La cleptocratie est devenue auto-renforçante (Black, Kraakman et Tarassova, 1999, p. 50).

La confiance est importante pour la croissance économique en général (Fukuyama, 1995) et pour la transition en particulier. Elle a un double effet positif. En effet, en situation d'incertitude, la confiance permet aux agents d'effectuer des transactions à moindre coût, car elle contraint les attitudes opportunistes. Par ailleurs, la confiance dans les institutions publiques réduit le coût de l'application et du respect des lois et facilite l'action collective. L'enjeu pour les pays en transition est alors, d'une part, de surmonter l'héritage de défiance envers les institutions publiques et, d'autre part, d'établir un niveau de confiance qui permette aux transactions de pouvoir s'effectuer dans un cercle plus large que celui des seuls réseaux établis.

Le niveau de confiance dans les transactions est beaucoup plus bas qu'il ne l'était au début de la transition. Il est nécessaire de distinguer plusieurs niveaux de confiance pour évaluer l'héritage soviétique dans ce domaine. Dans le système soviétique, les *managers* s'appuyaient effectivement sur des réseaux informels pour surmonter les obstacles de l'économie de la pénurie (Kornai, 1980 [1984]). Ce sont d'ailleurs ces relations qui ont permis, entre autres, aux chaînes de troc de se développer si rapidement durant la transition (Mesnard, 2001). Ces réseaux s'apparentaient cependant à un niveau intermédiaire de confiance, où celle-ci est basée sur un processus établi, donc sur des transactions récurrentes. Un développement économique doit s'appuyer sur un niveau supérieur de confiance ou sur une « confiance étendue ». Cette dernière s'appuie notamment sur les institutions formelles et sur la confiance dans les institutions publiques (Raiser, 1999).

Non seulement une « confiance étendue » ne s'est pas développée avec la transition vers l'économie de marché, mais le capital social présent au début de la transition s'est érodé. Ceci contribue à accentuer les problèmes posés par les déficiences du système de *corporate governance*. En effet, les politiques menées, notamment le non-paiement des retraites qui a accompagné une distribution illégitime de richesses à quelques individus, ont fortement contribué à casser ce qui était considéré comme partie intégrante du contrat social. Or, une fois détruit, le contrat social ou le capital social est beaucoup plus difficile à reconstruire. De ce point de vue, la situation après une décennie de transition est bien pire qu'au début, en dehors même de toute considération de niveau de production ou de détérioration du niveau de vie.



*Cadre légal et normes informelles*

Pour devenir effective, la loi positive doit correspondre ou s'ajouter à des normes informelles régulant les pratiques économiques. Sinon les instruments légaux deviennent des outils d'appropriation du capital. Les obligations légales ne sont pas respectées à moins d'être perçues comme légitimes sur la base d'autres normes informelles, extra-légales ou « naturelles » y prévalant. Ceci dérive de l'absence du principe d'autonomie de la volonté dans le cadre juridique russe (Kurunari-Millet et Zlotowski, 2000, p. 88).

Cette analyse juridique se rapporte à la Russie. Elle est cependant également pertinente de manière plus générale, comme l'illustrent, d'une part, l'expérience de l'ensemble des pays en transition, d'autre part, l'expérience de développement économique des pays de l'Asie du Sud-Est. En effet, ces derniers se sont basés sur des arrangements institutionnels alternatifs reposant principalement sur la coutume, la confiance, les réseaux et des transactions sous la coupe de l'État. Les lois formelles ont été utilisées dans la mesure où elles complétaient ou renforçaient ces arrangements existants. Cette « expérience » asiatique montre qu'un développement économique est possible même lorsque la rationalité légale weberienne ne joue qu'un rôle secondaire (Pistor, 1999, p. 6). Quant aux pays en transition, les études quantitatives et qualitatives menées par la BERD montrent que le respect volontaire des lois et les institutions chargées de les faire appliquer se renforcent mutuellement, mettant ainsi en évidence l'importance de la compatibilité entre les lois et les normes informelles existantes (Pistor, Raiser et Gelfer, 2000, p. 8).

Enfin, cette analyse juridique est corroborée par une enquête qualitative et quantitative analysant l'importance respective des contrats relationnels, des mécanismes auto-exécutoires, des réseaux sociaux et des institutions légales dans les transactions privées en Russie. Cette enquête met en évidence l'importance des stratégies relationnelles basées sur la confiance et les relations personnelles. Cependant, lorsque ces stratégies échouent, ce qui arrive relativement souvent, les entreprises ont néanmoins recours aux arbitrages des tribunaux. Les institutions légales fonctionnent et jouent par conséquent effectivement un rôle en Russie, mais un rôle complémentaire aux autres mécanismes d'application de la loi. Ce rôle « pas complètement inefficace » de la loi semble être un phénomène récent. Il est mis en évidence par le fait que les entreprises qui investissent dans les procédures légales affichent de meilleurs résultats. De plus, les institutions légales sont perçues comme moins corrompues que les services civils, le Parlement ou la police (Hendley, Murell et Ryterman, 1999b, p. 38).

### *Retard de développement et despotisme oriental*

Cette déception des espoirs des réformateurs en matière de développement légal est due, en premier lieu, à la situation de « retard de développement » du capitalisme russe. Dans une telle situation, le rôle de l'État est beaucoup plus important. Étant donnée la faiblesse de l'État russe dans la transition, les difficultés du développement légal sont exacerbées.

Néanmoins, en dépit de cet affaiblissement de l'État, les réformes légales ont, *de facto*, été effectuées d'une manière verticale, « par le haut », et même par décret présidentiel, plutôt que par vote du Parlement, du fait notamment de violents et constants conflits entre le Parlement, les gouvernements successifs et l'administration présidentielle eltsinienne. Cette manière de faire était paradoxalement conforme à l'ancien « style » légal, ce qui a contribué à maintenir le statut de la loi comme outil entre les mains du pouvoir (Hendley, 1996). De fait, les lois qui ont été élaborées et soutenues « par le bas » ont été plus généralement inspirées par un esprit « conservateur » ou protecteur au sens de Polanyi (1944)<sup>17</sup>.

Ces caractéristiques légales russes dérivent plus généralement du caractère traditionnel de son système politique, qualifié de « despotisme oriental<sup>18</sup> ». Dans un tel système, la loi est essentiellement utilisée pour réguler violemment les relations entre le pouvoir et les sujets. Elle devient par conséquent *de facto* plus efficace dans la régulation des relations verticales que dans celle des relations horizontales, c'est-à-dire typiquement les relations de marché (Kurunari-Millet et Zlotowski, 2000, p. 92).

Cette spécificité « asiatique » ainsi que les traditions juridiques russes rendent les agents sceptiques et soupçonneux envers la loi, tout en les encourageant à avoir recours prioritairement à des mécanismes relationnels pour s'assurer du respect des contrats (Jones, 1994). Enfin, l'antipathie envers la loi n'a fait que croître du fait de son instrumentalisation par le régime soviétique et du manque total d'autonomie des institutions légales de l'époque. Dans de telles circonstances, « croire en l'inviolabilité ou même en l'utilité de la loi nécessite une foi intense » (Hendley, 1996, p. 240). Or, c'est précisément la confiance dans les institutions publiques qui est essentielle au développement du troisième niveau de confiance auquel nous nous sommes référés ci-dessus.

Ainsi, au regard de l'héritage russe, un processus de développement légal similaire à celui de l'Europe de l'Ouest au Moyen Âge aurait été surprenant. La croyance en l'intérêt pour les « capitalistes émergents » à favoriser le développement légal était belle et bien, au minimum, une illusion, au pire une supercherie.

Ainsi, au lieu de l'émergence d'une nouvelle classe de capitalistes qui seraient intéressés par un développement légal, dans la tradition



weberienne et northienne discutée ci-dessus, le programme de privatisation a donné le pouvoir à de nombreux *managers* et « cleptocrates » qui avaient fortement intérêt à ne pas voir les lois se renforcer (Black, Kraakman et Tarassova, 1999, p. 50). En effet, si la privatisation est entreprise avant la mise en place d'un cadre légal minimum, des abus et transferts massifs seront opérés avant qu'une infrastructure légale ne se mette en place. Par ailleurs, une part significative de l'infrastructure légale ne peut se développer que sur la base des entreprises privées existantes. La privatisation doit par conséquent être progressive, sous peine que les « pourris » ne prennent de vitesse les régulateurs (Black, Kraakman et Tarassova, *op. cit.*, p. 3).

Ce débat, développé précédemment, est remis à l'honneur par les récentes études comparatives portant sur les effets induits par les différents types de privatisation. Roland (2000) montre ainsi que les choix en matière de privatisation ont largement déterminé les performances ultérieures des différentes économies quant à la *corporate governance*. Cette détermination est due, conformément aux analyses menées en termes de choix public, aux conséquences de ces programmes sur la distribution du pouvoir économique et sur l'environnement économique. Les groupes d'intérêts créés par la distribution initiale du pouvoir économique vont avoir des conséquences à long terme sur la croissance économique, par le biais de la capture de l'État, du niveau de développement légal, de la collecte fiscale...

Les privatisations de masse tendent ainsi à magnifier le dépeçage d'actifs, ceci pour plusieurs raisons. Tout d'abord, comme les managers et/ou propriétaires ont reçu leur capital gratuitement, n'importe quel dépeçage d'actifs est très profitable et plus facile à court terme. Ce dépeçage est ensuite d'autant plus vrai que le management est incompetent, alors même que l'incertitude rend les bénéfices potentiels d'efforts de rationalisation ou restructuration très incertains. L'incertitude peut même devenir endogène et conduire à des équilibres multiples. Un programme basé sur une distribution rapide aux *insiders* donne aux managers la propriété effective en plus du contrôle des entreprises qu'ils détenaient déjà *de facto*. Si ce type de privatisation a l'avantage de tenir plus compte des contraintes politiques du moment, il ne permet pas, en revanche, de satisfaire les objectifs d'efficacité assignés à la privatisation. Dans le cas russe, ceci est renforcé par l'absence de démonopolisation industrielle préalable à la privatisation. Il s'agit là clairement d'une « erreur de séquençage ».

En effet, pour surmonter les obstacles politiques, la séquence adoptée a été de privatiser, puis de restructurer, et enfin de réguler. On arguait alors que les problèmes d'efficacité engendrés à court terme par les privatisations de masse seraient vite effacés par l'opération de la « main

invisible » du marché. Les bases de ce raisonnement sont extrêmement fragiles : « Il n'y a pas, à ma connaissance, de théorie et les données historiques sont extrêmement pauvres pour soutenir cette appréciation optimiste de l'évolution institutionnelle. En fait, il existe des résultats généraux montrant que les équilibres de Nash institutionnels (...) ne sont généralement pas pareto-efficients » (Stiglitz, 1999, p. 23).

Dans les faits, cela ne s'est pas du tout passé selon le scénario optimiste, puisque les *insiders* sont enracinés et ont ainsi constitué un groupe d'intérêts défendant les rentes acquises lors du programme de privatisation. La concentration soudaine et extrêmement forte du pouvoir économique dans les mains des *managers insiders* a donné lieu à des abus à grande échelle, entraînant un important manque de confiance et une réduction de la taille des marchés de titres (Coffee, 1999). Cette réduction de la valeur de marché des titres a ensuite permis, et en même temps nécessité (pour l'organisation de subventions croisées), un renforcement de la concentration par la formation de groupes industriels et financiers (Mesnard, 1999). Enfin, cette concentration soudaine a facilité la capture de l'État par ces mêmes groupes d'intérêts, par le biais de la corruption ou du chantage économique et social. *In fine*, ces groupes d'intérêts sont en mesure de bloquer les réformes légales. La liaison entre le niveau de la capture de l'État par des intérêts privés, la gouvernance publique et le résultat des privatisations a, en effet, été mis en évidence par le rapport sur la transition de la BERD de 1999. L'effet de la privatisation sur la qualité de la gouvernance diffère selon le degré de capture du gouvernement. Cet effet est négatif pour des degrés élevés de capture de l'État.

De plus, la forte concentration de pouvoir économique mène inévitablement à des inégalités croissantes de fortunes. Ainsi, la privatisation a-t-elle eu des conséquences distributives fondamentales. Elle a fortement magnifié les inégalités de richesses informelles et préexistantes. Du fait de son organisation, elle a donné lieu à des comportements de recherche de rentes pour lesquels les managers disposaient d'un avantage informationnel et politique capital, sans parler de la période pré-privatisation qui avait déjà donné lieu à d'importantes recherches de rentes et à un accroissement substantiel de la richesse des managers (Alexeev, 1999). Cette inégalité des richesses initiales a des implications en matière d'efficience et de croissance, notamment du fait du sous-développement du système financier. Mais surtout, ces inégalités croissantes engendrent une instabilité politique qui vient alors, à son tour, renforcer le comportement de court terme de dépeçage d'actifs et d'évasion de capitaux. En effet, les politiques de redistribution des revenus visant à rapprocher les différents groupes sociaux constituent l'un des déterminants de la confiance (Zak et Knack, 1998).

La Russie peut se retrouver ainsi enfermée dans un cercle vicieux, « un système de *corporate governance* avec une faible liquidité des marchés, des groupes industriels importants, un système légal défectueux et une forte instabilité politique » (Roland, 2000, p. 29). Stiglitz parle de « dynamique destructive » où la confiance décroissante en les réformes a mené à moins d'investissements, renforçant à son tour le manque de confiance dans les droits de propriété à long terme (1999, p. 19). Il juge sévèrement les « néo-coasiens » qui ont parié sur un tel séquençage des réformes. « Le pari est maintenant perdu, et ce sont les travailleurs et les contribuables russes qui vont payer la note » (Stiglitz, *op. cit.*, p. 23).

La transition russe semble ainsi dominée par les abus et les scandales en matière de *corporate governance*. Pour tenter d'expliquer cet échec de la transition russe et d'épargner, ce faisant, les réformes telles qu'elles ont été entreprises tout en évitant leur remise en cause ou celle de leurs promoteurs, une explication légale a été avancée. Alors que l'on avait sciemment et volontairement négligé la réforme des institutions juridiques, en comptant sur le fait que celle-ci suivrait spontanément le développement du marché, les réformateurs, experts et analystes ont justifié l'échec en matière de *corporate governance* par la défaillance du système juridique russe.

Nous avons analysé à quel point les difficultés du système juridique russe ont été et continuent à être, effectivement, extrêmement aiguës. Nous avons mis en évidence les obstacles les plus significatifs à un fonctionnement légal satisfaisant, ainsi que la nature particulière de ces difficultés juridiques dans le cas russe. Nous nous sommes ensuite interrogés sur l'origine de ces difficultés, origines qui, pour certaines, remontent assez loin dans l'héritage historique, politique et juridique de la Russie actuelle. En effet, à ce jour, ce ne sont pas tant les lois qui font défaut en Russie, mais l'ensemble de l'institution légale chargée de mettre en œuvre ces lois. Cette institution légale est inefficace et, de surcroît, partiellement illégitime.

Deux conclusions principales peuvent être déduites de cette analyse :

- les obstacles juridiques dans la transition économique sont *de facto* significatifs, tout particulièrement en ce qui concerne le respect des droits de propriété et la protection des actionnaires minoritaires ;
- ces obstacles ne constituent néanmoins pas, à eux seuls, une explication suffisante, ni satisfaisante des difficultés rencontrées par la Russie pour mettre en place un système de *corporate governance* efficace.

L'explication légale est donc insuffisante. Les difficultés légales peuvent en effet s'analyser de manière endogène au processus de transition.



Reporter les problèmes sur cet aspect légal ne fait que détourner l'attention et permet d'éviter une trop forte remise en cause de la construction de ce processus de transition.

## NOTES

1. Extrait de l'allocation de Boris Eltsine du vendredi 3 décembre 1999 sur la chaîne de télévision ORT : « Je veux vous demander pardon. Parce que beaucoup de nos espoirs ne se sont pas réalisés. Pour tout ce qui nous semblait simple et qui s'est avéré douloureux et pénible. Je vous demande pardon pour ne pas avoir répondu aux espoirs de ceux qui croyaient que nous pourrions d'un seul saut, d'un seul bond, nous propulser du passé gris, totalitaire, stagnant, vers un avenir clair, riche, civilisé. J'y croyais moi-même. (...) Les problèmes se sont avérés trop compliqués. Beaucoup de gens pendant cette époque difficile ont subi des chocs ».

2. « Nous n'avons pas vu que le démantèlement de l'appareil communiste était le démantèlement de l'État. Nous avons contribué à créer un désert institutionnel dans une culture du mensonge, de l'économie souterraine, de la prise d'avantages héritée du communisme... » dans *Libération*, 31 août 1999, p. 3.

3. Ainsi, à titre d'exemple, les *charters* (contrats de constitution) ne peuvent que très imparfaitement se substituer à un système légal efficient en matière de droit des sociétés (Bebchuk et Roe, 1999).

4. L'analyse de Kornai (2000) échappe à ce schéma en se référant plus fondamentalement au nécessaire durcissement de la contrainte budgétaire. Kornai parle ainsi de la « Sainte Trinité » des programmes de réformes, consistant en la libéralisation, la stabilisation et la privatisation. Il déplore la négligence du quatrième pilier fondamental, le durcissement de la contrainte budgétaire, sans lequel les trois autres piliers restent vains.

5. En 1996, la Russie était classée dans le troisième groupe en termes de performances dans les réformes légales, bien loin derrière les *leaders* en la matière. En 1998, elle s'est rapprochée des *leaders* avec une note de « 4 » pour la couverture des lois commerciales, comparée à « 4 » pour ces derniers (The World Bank, 1996 ; BERD, 1998). Elle n'obtenait en revanche que « 2 » en ce qui concerne « l'efficacité » de la loi commerciale, comparé à 3 ou 4 pour les *leaders*.

6. Ceci inclut par conséquent toutes les réglementations des marchés de titres liées aux responsabilités des managers en matière de *corporate governance*, au vote des actionnaires, aux prises de contrôle...

7. Traduction du terme juridique anglais *enabling*. (Black et Kraakman, 1996).

8. Par « auto-exécutoire », les auteurs n'induisent pas que cette loi puisse se passer d'institutions légales garantissant son application. Il s'agit seulement de minimiser autant que possible le recours à ces institutions.

9. Ces abus dérivait pour la plupart de décisions prises par les CA pour des émissions internes d'actions et d'obligations. Bien souvent, les actionnaires n'étaient en effet même pas au courant que de telles émissions avaient lieu. La FKTsB a ainsi rendu obligatoire la diffusion d'information concernant aussi bien les décisions passées d'émissions, les enregistrements officiels pour de nouvelles émissions, que la clôture des émissions. Lors d'émissions fermées, une information doit également être fournie au sujet des participants, sur les plus grosses transactions ainsi que sur les transactions avec les « parties intéressées ».

10. Son article 4 établit notamment une limitation sur la circulation des titres des émetteurs qui ne respectent pas les normes de diffusion d'information : elle interdit la publicité et le placement de manière illimitée par les membres professionnels du marché. Cet article vient corriger un défaut de la loi fédérale sur les marchés de titres qui ne limitait pas les offres publiques, lorsque les prospectus n'avaient pas été officiellement enregistrés. L'article 5 établit, quant à lui, la responsabilité personnelle de ceux qui signent le prospectus pour tout dommage infligé aux investisseurs, si ces dommages découlent d'une information douteuse ou trompeuse contenue dans le prospectus. C'est la première fois qu'une telle responsabilité est inscrite dans la loi. Elle est, de plus, partagée collectivement avec les auditeurs et évaluateurs qui ont cosigné



le prospectus. Cette absence de responsabilité rendait auparavant impossible toute poursuite portant sur l'application de la loi relative à la diffusion d'information. Enfin, cette nouvelle loi donne à la FKTSB le pouvoir de sanctionner les non-respects en matière de diffusion d'informations par des amendes allant jusqu'à 200 fois le salaire minimum pour les personnes physiques et 10 000 fois le salaire minimum pour les personnes morales. De telles sanctions ont déjà été appliquées (Medvedeva et Timofeev, 1999).

11. Au 4<sup>ème</sup> trimestre de 1998, seulement 10 % des entreprises qui étaient obligées de le faire avaient soumis un rapport trimestriel à la date fixée réglementairement.

12. En effet, sur les 19 848 émissions d'actions et les 93 émissions d'obligations enregistrées en 1998, seulement 7 ont donné lieu à des souscriptions publiques (FKTSB, Rapport annuel, 1998).

13. Ceci inclut les personnes détenant plus de 50 % des droits de vote, qui ont acquis la possibilité d'entériner les décisions prises par une société anonyme, qui ont le droit de nommer le directeur exécutif de la personne légale ou plus de 50 % de son organe de direction collégial, qui font partie du même groupe industriel et financier ou enfin, qui sont membres du Conseil d'administration ou des organes exécutifs de direction des autres sociétés membres des groupes financiers et industriels.

14. En effet, les sociétés sont obligées de se fonder sur la déclaration volontaire de ces dernières. La loi sur les sociétés demande aux actionnaires significatifs de se déclarer d'eux-mêmes à la société. La situation est encore pire en matière de « contrôle indirect ». En effet, dans ce cas, les obligations d'information en matière de participations croisées sont basées sur la détention d'actions et non pas sur l'influence réelle. Il n'existe pas d'obligation de diffusion rapide d'information en cas de changement dans ces participations croisées.

15. « Un obstacle à l'action des actionnaires extérieurs est le vide informationnel qui prévaut dans beaucoup d'entreprises dominées par les *insiders*. Elles essaient toutes de paraître pauvres. Les seuls comptes réels sont dans le coffre du directeur ou dans sa tête » (Edwin Dolan, « Resisting Shock of New », *Moscow Times*, 8 avril 1997, cité par Fox et Heller, 1999, p. 43).

16. Le salaire officiel des juges n'est guère plus élevé que la moyenne des autres salaires de fonctionnaires, c'est-à-dire dérisoire, à peine au niveau de subsistance. Un juriste compétent peut ainsi multiplier son salaire au moins par dix en partant dans le privé. Seuls les incompetents, les corrompus ou les missionnaires resteront ainsi dans l'appareil judiciaire.

17. Ce point est notamment illustré par la loi sur les groupes industriels et financiers (Mesnard, 1999).

18. Ceci se réfère à l'héritage asiatique de la domination mongole, avec ses tendances autoritaires (affirmées !), tendances qui ont persisté depuis le XIII<sup>ème</sup> siècle dans la Russie tsariste, communiste puis actuelle.

## BIBLIOGRAPHIE

ALEXEEV M. (1999), « The effect of privatisation on wealth distribution in Russia », *Economics of Transition*, vol.7 (2) n° 1999, pp. 449-465.

ASLUND A. (1995), *How Russia became a market economy*, Brookings Institution, Washington, D.C., xviii, 378 pages.

AVILOV G. et KOZYR O. (1999), « Review of the implementation of the main Company Law provisions by the Arbitrazh (commercial) Court: protecting minority shareholders », OECD/World Bank Roundtable on *Corporate Governance in Russia*, Moscou, 31 mai- 2 juin 1999, [www.oecd.org/daf/corporateaffairs](http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs).

BEBCHUK L. et ROE M. J. (1999), « A theory of path dependence in corporate governance and ownership », Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, *Working Paper* n°931, novembre 1999.

BLACK B. et KRAAKMAN R. (1996), « A self-enforcing model of corporate law », *Harvard Law Review*, vol.109 pp. 1911.



- BLACK B., KRAAKMAN R. et TARASSOVA A. (1999), « Russian privatization and corporate governance: what went wrong? », Stanford Law School, *Working Paper* n° 178.
- BLANKENAGEL A. (2000), « Legal Reforms in Russia : Visible Steps, Obvious Gaps, an Invisible Hand? », *JITE*, vol. 15611 pp. 99-124.
- BOYCKO M., SHLEIFER A. et VISHNY R. (1995), *Privatizing Russia*, MIT Press, Cambridge, MA.
- BROADMAN H. G. (1999), « Comments on Ownership and Control of Russian Industry », OECD/World Bank Roundtable on *Corporate Governance in Russia*, Moscou, 31 mai- 2 juin 1999, [www.oecd.org/daf/corporateaffairs](http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs).
- COFFEE J. C. (1999), « Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failures », Columbia Law School, *Working Paper* n° 958.
- FOX M. et HELLER M. (1999), « Lessons from fiascos in Russian Corporate Governance », William Davidson Institute, *Working Paper* 99-012.
- FUKUYAMA F. (1995), *Trust: the social virtues and the creation of prosperity*, Penguin economics, London, 457 pages.
- HAY J., SCHLEIFER A. et VISCHNY R. (1996), « Towards a theory of legal reform », *European Economic Review*, n° 40, pp. 59-567.
- HENDLEY K. (1996), *Trying to make law matter: legal reform and labor law in the Soviet Union*, University Press of Michigan.
- HENDLEY K. (1997a), « Observations on the use of law by Russian enterprises », *Post-Soviet Affairs*, vol. 13, pp. 19-41.
- HENDLEY K. (1997b), « Legal Development in Post-Soviet Russia », *Post-Soviet Affairs*, vol. 13, 3, pp. 228-251.
- HENDLEY K., MURRELL P. et RYTERMAN R. (1999), « Law, Relationships, and Private Enforcement: Transactional Strategies of Russian Enterprises », *SSRN Working Paper*, 24 janvier 1999.
- JENSEN M. et MECKLING W. (1976), « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3 pp. 305-360.
- KORNAY J. (1980, [1984]), *Socialisme et économie de la pénurie*, Economica, Paris, 587 pages.
- KORNAY J. (2000a), « Ten years after “the road to a free economy” », Annual Bank Conference on Development Economics, Washington, 18-20 avril 2000.
- KURUNERY-MILLET A. et ZLOTOWKI Y. (2000), « Le droit dans l'économie russe : de la spécificité russe au modèle occidental », *Revue Française de Géo-économie*, n° 13, printemps.
- LAMBERT-MOGILIANSKY A., SONIN C. et ZHURAVSKAYA E. (2000), « Capture of bankruptcy: theory and evidence from Russia », Centre for Economic Policy Research. *Discussion Paper Series*, n° 2488 pp. 1-41.
- MEDVEDA T. et TIMOFEEV A. (1999), « Protecting investors and the integrity of the markets: a review of the Federal Securities Commission's (FSC) work related to corporate governance and disclosure », OECD/World Bank Roundtable on *Corporate Governance in Russia*, Moscou, 31 mai- 2 juin 1999, [www.oecd.org/daf/corporateaffairs](http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs).
- MEDVEDA T. et TIMOFEEV A. (2000), « Régulation de la Disclosure of Information on Affiliated Persons of Joint-Stock Companies », OECD/World Bank Roundtable on *Corporate Governance in Russia*, Moscou, 24-25 février 2000, [www.oecd.org/daf/corporateaffairs](http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs).
- MESNARD M. (1999), « Emergence des groupes et corporate governance en Russie », *Economie Internationale: La Revue Du Cepii*, n°77 1st Quarter, pp. 131-160.
- MESNARD M. (2001), « French corporate governance: a shaky polka from state fordism to a shareholder model? », in *Industry and Innovation*, forthcoming.
- NORTH D. C. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, New York.
- PISTOR K. (1999), « Law as a determinant for equity market development: the experience of transition economies », *Working Paper*.
- PISTOR K. (2000), « Patterns of legal change: shareholder and creditor rights in transition economies », EBRD, *Working paper* n°49.

PISTOR K., RAISER M. et GELFER S. (2000), « Law and finance in transition economies », *Economics of Transition*, vol. 8 (2) pp. 325-368.

POLANYI K. (1983 [1944]), *La Grande Transformation. Aux origines politiques et économiques de notre temps*, Gallimard, Paris.

RAISER M. (1999), « Trust in transition », EBRD *Working Paper* n°39, avril 1999.

RAMASASTRY A., SLAVOVA S. et VANDENHOECK L. (1999), « EBRD legal indicator survey: assessing insolvency laws after ten years of transition », *Law in Transition*, Chap IX pp. 34-43.

ROLAND G. (2000), « Corporate governance systems and restructuring: the lessons from the transition experience », The 2000 ABCDE Conference, Washington.

SAPIR J. (2000), « La Russie et le FMI », *Critique Internationale*, 6, pp. 12-19.

SGARD J. (1997), *Europe de l'Est, la Transition Economique*, Dominos Flammarion, Paris.

STEPHAN P. (1999), « Rationality and corruption in the post-socialist world », University of Virginia School Law, *Working Paper* n° 99-11.

STIGLITZ J. (1999), « Quis custodiet ipsos custodes? », *Challenge*, vol. 42 n° 6, pp. 26-67.

STIGLITZ J. (1999), « Wither reform? Ten years of the transition », keynote address at Annual World Bank Conference on Development Economics, April.

VERCUEIL J. (2000), « La contribution possible d'une "économie institutionnelle du changement" à la compréhension de la transition en Russie », séminaire GTD, Grenoble, 10 mars 2000.

WEBER M. (1967), *Max Weber on Law on Economics and Society*, edited by Max Rheinstein, Harvard University Press, MA.

ZAK P. J. et KNACK S. (1998), « Trust and growth », *International Monetary Fund Seminar Series* n° 2000-9 pp. 1-39.

ZLOTOWSKI Y. (2000), « Le droit des créanciers en Russie : une voie de sortie de la crise des impayés? », Étude pour la fondation Jean Bastin, Janvier 2000.