



# La restructuration des entreprises en Asie de l'Est

## Promouvoir de meilleures pratiques

William P. Mako

Plusieurs entreprises d'Asie de l'Est, criblées de dettes, ont frôlé la débâcle au cours de la crise financière de 1997. Nombreuses sont toutefois celles qui ont su éviter remboursements et restructurations et qui demeurent surendettées et engagées dans des opérations non rentables.

**D**ANS LES ANNÉES 90, les entreprises d'Asie de l'Est se sont lourdement endettées et ont étendu leurs activités à nombre d'opérations et de marchés peu ou non rentables. Par suite de la crise financière qui a éclaté avec la chute du baht thaïlandais en juillet 1997, il a été difficile, voire impossible, pour ces entreprises surendettées d'assurer le service de leur dette, et la santé des institutions financières qui leur avaient accordé des prêts s'en est ressentie.

Bien que le lien entre la restructuration des entreprises et celle du secteur financier soit assez simple, il y a eu trop peu de restructurations des opérations, et les entreprises aussi bien que le secteur financier de la région ne se sont pas encore remis de la crise. Impuissantes à se désengager d'activités peu rentables et toujours confrontées à un niveau d'endettement insoutenable, les entreprises, banques et économies nationales se sont retrouvées moins compétitives, moins aptes à exploiter les possibilités de croissance réelle et exposées aux risques à venir. Pourquoi la restructuration a-t-elle été si lente, et que peuvent faire les institutions internationales de développement comme la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement pour favoriser une résolution plus rapide des problèmes des entreprises dans les crises de demain?

### Pratiques optimales

La restructuration des entreprises et celle du secteur financier sont deux aspects du même problème. Le niveau de la dette qu'une entreprise peut supporter — et qui inspire confiance à ses créanciers dans sa capacité d'en assurer le service — est déterminé par son *cash-flow*. En effet, une entreprise ne peut pas faire face à des paiements d'intérêts supérieurs à son *cash-flow*.

Il existe plusieurs solutions à une dette insoutenable, certaines meilleures que d'autres. Pour une entreprise, le meilleur moyen consiste à se procurer des capitaux frais et à céder ses intérêts et actifs non essentiels pour amortir la dette tout en restructurant ses opérations — en abandonnant les activités moins ou non rentables et en réduisant les coûts de main-d'œuvre et autres, par exemple — pour accroître ses revenus et sa capacité d'assurer le service de sa dette. Au deuxième rang figure la conversion par les créanciers de la dette de l'entreprise en prises de participation ou en obligations convertibles à plus faible rendement. Pour éviter tout risque d'abus, les créanciers ne devraient pas envisager de passer la dette par pertes et profits avant d'avoir épuisé toutes les autres possibilités, et ils devraient obtenir des instruments (actions, options ou warrants, par exemple) leur permettant de tirer profit d'une éventuelle reprise.

(Les prises de participation par les créanciers peuvent donner lieu à d'autres risques d'abus que les autorités de contrôle devront prévenir.) La prolongation des échéances est acceptable, à condition qu'elle n'ait pas pour effet de transformer la dette en un instrument s'apparentant à une action sans conférer aux créanciers les droits des actionnaires. L'abaissement du taux d'intérêt au-dessous du niveau ajusté en fonction des risques constitue lui aussi une solution acceptable, tant que le principal est remboursé (mais les gouvernements devraient décourager les réductions de taux qui donnent lieu à un avantage compétitif injustifié et sauvent de la liquidation les sociétés «mortes vivantes»). Les périodes de grâce pour le service de la dette ne font en général que retarder l'échéance fatale pour les entreprises non viables.

Les créanciers des entreprises en cours de restructuration devraient constituer des provisions pour créances irrécouvrables qui tiennent dûment compte des effets actualisés des réductions de taux d'intérêt, des prolongations d'échéances ou autres rééchelonnements de dette, des conversions de dette en participations et de toute annulation comptable de créances. Ils devraient également constituer des provisions pour risques de pertes sur les autres dettes, conformément à des critères prévisionnels internationaux. Si le ratio de fonds propres, pondéré en fonction des risques, d'une institution créancière tombe au-dessous d'un certain niveau (disons 8 %), le gouvernement peut décider de procéder à sa fermeture et liquidation, ou de la fusionner avec un partenaire plus solide, de mobiliser d'autres capitaux auprès de ses actionnaires actuels, ou de la recapitaliser et d'en acquérir la propriété et le contrôle.

### Réactions aux crises systémiques

L'Indonésie, la Corée, la Malaisie et la Thaïlande ont toutes adopté une variante de l'«approche de Londres» de la restructuration à l'amiable de la dette des entreprises lorsque son niveau est insoutenable. (L'approche de Londres, promue par la Banque d'Angleterre pendant la récession du milieu des années 70 au Royaume-Uni, consiste à encourager créanciers et débiteurs à suivre certains principes — par exemple à réduire le plus possible les pertes pour les créanciers, à éviter la liquidation des débiteurs viables et à continuer à leur apporter des concours financiers — dans des restructurations à l'amiable.) Cependant, le degré de protection fourni aux créanciers et le recours aux sociétés de gestion des actifs publics pour le recouvrement des créances acquises des institutions financières en difficulté varient grandement d'un pays à l'autre.

L'Indonésie privilégie deux méthodes de restructuration de la dette des entreprises. Une société de gestion des actifs publics a acquis les créances détenues sur les entreprises (représentant 22 % du PIB) par nombre d'institutions financières en faillite et s'emploie à les restructurer. Pour ce qui est de la dette envers les créanciers étrangers (les emprunts offshore constituant 50 % de la dette des entreprises), ceux-ci ont dû négocier leurs propres accords (certains en recourant à une médiation formelle à durée déterminée sous la conduite du Jakarta Initiative Task Force) ou céder leurs créances. Les créanciers ne peuvent pas compter sur la justice pour défendre leurs droits.

La Corée a adopté une approche diversifiée. En 1997, dix des chaebols les plus endettés — groupes d'entreprises, chacun généralement contrôlé par une famille — ont été placés sous administration judiciaire. Par la suite, les autorités de

contrôle ont encouragé les restructurations (renégociations) à l'amiable pour les chaebols moins endettés. Un accord entre les institutions financières locales a fixé à deux à cinq mois le délai de négociation des restructurations, avec moratoire sur le service de la dette pendant la durée des négociations, un minimum de 75 % des créanciers devant approuver les accords de restructuration, et a porté création d'une commission d'arbitrage des différends entre créanciers. Enfin, le gouvernement coréen a cherché à imposer une plus grande discipline financière aux gros chaebols en les obligeant à appliquer des programmes d'amélioration de la structure de leur capital, approuvés par leurs principaux créanciers, en éliminant les garanties de dette croisées, en limitant plus rigoureusement les risques et en sanctionnant par des amendes les transactions interdites entre entreprises apparentées. À la suite de l'échec des efforts d'autorestructuration de Daewoo, l'un des plus gros chaebols, les créanciers ont pris le contrôle de ses entreprises. La société de gestion des actifs publics s'est limitée à fournir des liquidités aux banques par acquisition de créances improductives avec une décote importante.

Comme la Corée, la Malaisie a opté pour une approche polyvalente. Un comité de restructuration de la dette, placé sous la direction de la banque centrale, a facilité des opérations de restructuration à l'amiable, et Danaharta, une société de gestion des actifs publics, qui est habilitée à nommer les administrateurs chargés de gérer les entreprises et à saisir les biens affectés en garantie, avait recouvré 32 milliards de ringgit (8,4 milliards de dollars) sur un portefeuille de 47 milliards de créances (14,7 milliards de dollars) sur les entreprises au milieu de l'an 2000. Environ 200 entreprises sont en cours d'assainissement sous surveillance judiciaire, et 10.000 autres au moins sont en voie de liquidation en vertu de la loi sur les entreprises.

La Thaïlande a tout d'abord privilégié les «règles de Bangkok», modelées sur l'approche de Londres. Après un lent démarrage, les autorités de contrôle ont encouragé les créanciers à adopter un processus à durée déterminée pour négocier la restructuration des entreprises. Deux ans plus tard, un grand nombre de cas encore irrésolus sont en cours de soumission au tribunal de commerce. La Thaïlande n'a toujours pas de régime de saisie immobilière et de faillite (quoiqu'elle s'efforce d'en créer un), ce qui nuit aux efforts volontaires de restructuration. Les sociétés de gestion des actifs publics se sont concentrées sur la cession ou la gestion des créances, et non sur la restructuration des entreprises.

### Évaluation des résultats

Il y a lieu d'évaluer les résultats de la restructuration des entreprises en fonction de trois critères : 1) dissuasion à long terme de procéder à des investissements imprudents nourris par l'endettement; 2) stabilisation financière à court terme (3 mois) en vue de prévenir la liquidation d'entreprises surendettées mais viables; 3) restructuration des opérations à moyen terme (6–18 mois) afin d'accroître la rentabilité, la solvabilité et la liquidité des entreprises.

*Dissuasion.* La Corée a obtenu, en un premier temps, des résultats louables en matière de dissuasion à long terme. Les créanciers coréens ont réussi à faire mettre sous administration judiciaire de nombreux chaebols et à prendre le contrôle de Daewoo, montrant ainsi qu'aucun chaebol, quelle que soit sa taille, n'est à l'abri de la faillite. (Cette leçon est compromise

par le soutien récemment apporté au plus important chaebol coréen.) En Thaïlande, par contre, la faiblesse du régime de saisie et de faillite a encouragé les «défauts de paiements stratégiques» et les prêts improductifs, qui ont représenté, à leur plus haut niveau, 48 % du total des prêts. Après les lenteurs observées dans certains cas très en vue, la Thaïlande commence à faire des progrès dans des réorganisations sous surveillance judiciaire. En Indonésie, les accords de restructuration récemment proposés risquent de donner lieu à de graves abus. Dans plusieurs cas, si les entreprises débitrices sont en mesure de rembourser le principal dû à la société de gestion des actifs publics en 12 ans (y compris une période de grâce de 8 ans), leurs anciens actionnaires majoritaires peuvent rentrer en possession de la totalité de leurs actions, en dépit du coût actualisé élevé de l'opération pour la société. De tels accords, qui pourraient encourager d'autres entreprises à «s'endetter jusqu'au cou» pour financer leur expansion, créent un aléa moral.

**Stabilisation.** La stabilisation financière à court terme n'a pas posé de problème aux grandes entreprises au cours de la récente crise. En Indonésie et en Thaïlande, où le cadre juridique était favorable aux débiteurs, ceux-ci ont assuré cette stabilisation sans intervention de l'extérieur, tout simplement en imposant unilatéralement un moratoire sur le service de la dette. En Corée, où le cadre juridique est plus rigoureux, la situation des entreprises qui coopéraient suffisamment avec leurs créanciers pour éviter d'être mises sous administration judiciaire a été stabilisée par des moratoires sur la dette et des restructurations financières, qui ont consisté à réduire les taux d'intérêt, à prolonger les échéances, à accorder des périodes de grâce et à convertir la dette en prises de participation. Dans des crises antérieures, on craignait que les «bons nageurs» ne soient entraînés vers le fond avec les autres. Dans cette crise-ci, des milliers de petites et moyennes entreprises ont fait faillite, alors que peu de grandes entreprises — qu'elles soient solides ou pas — ont eu à cesser leurs activités.

**Restructuration des opérations.** Trois ans après la crise, il y a eu relativement peu de restructurations opérationnelles. Même en Corée, qui compte le plus de restructurations — dont celles de chaebols moins endettés en dehors du programme officiel —, les engagements des entreprises, d'après les données de la banque centrale, ont baissé d'à peine 1 %, alors que leurs actifs ont augmenté de 9 % entre fin 1998 et fin 1999. De toute évidence, les 90 billions de won (82 milliards de dollars) de capitaux frais mobilisés ou engendrés par les entreprises coréennes ont servi à l'acquisition d'actifs additionnels, et non à l'amortissement de la dette. Dans les restructurations à l'amiable, une entreprise sur quatre, au mieux, a préféré recourir à ses propres moyens (par exemple céder des opérations et actifs non essentiels, émettre de nouvelles actions et prendre des mesures pour réduire les coûts) plutôt que de restructurer sa dette. Étant donné le surendettement initial de la Corée, il n'est pas surprenant que le rapport *cash-flow*/paiements d'intérêts soit, d'après les données de 1999, de 1,5 à 1 pour 32 % de 496 entreprises, de moins de 1 à 1 pour 23 % et de moins de zéro (c'est-à-dire *cash-flow* négatif) pour 13 %.

## Explications

Le nombre des restructurations financières et opérationnelles effectives varie de l'un à l'autre des quatre pays principalement selon la capacité des créanciers de faire supporter les

pertes aux débiteurs, la volonté du gouvernement de les répercuter sur les actionnaires des banques locales et les contribuables, et la tolérance par le public des licenciements et des prises de contrôle par l'étranger.

En Corée et en Malaisie, les débiteurs ont coopéré aux efforts de restructuration à l'amiable — consentant parfois à la conversion de leurs dettes en prises de participation, qui a conduit à la dilution des actions et réduit le contrôle détenu par les actionnaires parce que les créanciers avaient le pouvoir (par mise sous administration judiciaire ou spéciale) d'évincer les actionnaires majoritaires et la direction. L'absence de tels «leviers» a fait obstacle à la restructuration — même celle qui se limite à assurer la stabilisation financière — des entreprises en Indonésie et en Thaïlande jusqu'à ce que, fatigués de négocier et encouragés par la reprise macroéconomique, débiteurs et créanciers soient amenés à normaliser leurs relations.

Dans le cas de la Thaïlande, le gouvernement ne voulait pas nationaliser tout le secteur financier. Il a pris le contrôle de plus de 50 entreprises financières et quelques banques de taille moyenne. Pour le reste des banques privées, il a offert des fonds publics, à hauteur de 300 milliards de baht, pour leur recapitalisation en échange de leur restructuration et de nouveaux prêts aux entreprises. Cependant, seul un cinquième de ce montant a été utilisé, car les actionnaires majoritaires de ces banques craignaient une dilution des actions ou une perte de contrôle. Le gouvernement n'a pas imposé ce programme ni nationalisé les grandes banques restantes, bien que la proportion des prêts improductifs ait été d'environ 40 %. Nationaliser ces banques sans un solide régime de saisie et de faillite aurait montré aux entreprises débitrices qu'elles peuvent bel et bien causer la faillite de leurs créanciers et — à moins qu'une société de gestion des actifs publics dotée de hauts pouvoirs administratifs ne cherche à recouvrer les créances — aurait donné la pire des leçons possibles. Les autorités de contrôle n'ont pas autorisé un relâchement de la discipline en matière de fonds propres (c'est-à-dire une réduction temporaire du ratio de fonds propres), mais ont permis aux banques de prendre en compte leurs pertes de restructuration sur une période de deux ans et demi. Des règles libérales de calcul des provisions sur une base nette, c'est-à-dire déduction faite de la valeur des actifs donnés en nantissement — surévalués pour la plupart —, ont ajouté un élément de bienveillance implicite. Cette approche a probablement découragé l'investissement privé dans les banques thaïlandaises et ralenti davantage les progrès de leur restructuration.

Si elles sont expertes en restructuration financière, les banques nationalisées de Corée et les sociétés de gestion des actifs publics d'Indonésie et de Thaïlande ont mis du temps à s'engager dans la restructuration des opérations. Les gouvernements sont peu disposés à voir ces banques ou ces sociétés subir des pertes — lesquelles doivent être supportées par les contribuables et expliquées au parlement — à la suite de la restructuration des opérations des entreprises en difficulté.

Les gouvernements ne sont pas non plus disposés à voir les banques nationalisées ou les sociétés de gestion des actifs publics licencier les effectifs en surnombre et fermer les entreprises non viables parce que de telles actions risquent de susciter des protestations et nuire à l'économie tout entière. En effet, les institutions financières sous contrôle de l'État peuvent être des instruments commodes permettant de renflouer des entreprises en difficulté — par exemple par des opérations de refinance-

ment, l'apport de nouveaux crédits, la prolongation des échéances, l'application de taux d'intérêt inférieurs à ceux du marché et l'octroi de périodes de grâce — et de retarder l'échéance fatale. Il arrive aussi que les entreprises et leurs créanciers ne soient pas disposés à accepter les pertes sur ventes d'actifs dont la valeur a chuté depuis leur acquisition. Cette réticence va souvent de pair avec un ressentiment généralisé à l'encontre des «vautours» étrangers. Il est relativement facile pour débiteurs et créanciers de monter les salariés et le public contre les prises de contrôle étrangères et les braderies d'actifs aux étrangers.

De toute évidence, les gouvernements devraient réduire au minimum les coûts pluri-annuels actualisés de la restructuration des entreprises et du secteur financier. Mais cela est plus facile à dire qu'à faire. Ils succombent souvent à la tentation de ne prêter attention qu'aux coûts de la première année, de «laisser la balle rouler» et d'espérer qu'un *deus ex machina* macroéconomique interviendra au cours des années suivantes pour réduire le coût ultime de la résolution des difficultés des entreprises et du secteur financier.

### Rôle des institutions internationales

En période de crise, la restructuration des entreprises et du secteur financier soulève de nombreuses questions, dont l'élimination des obstacles fiscaux, juridiques et réglementaires, le renforcement de la réglementation prudentielle, l'amélioration du contrôle des institutions financières, l'établissement des procédures de restructuration à l'amiable, le règlement des différends entre créanciers, l'amélioration de la divulgation de données financières et du gouvernement d'entreprise, le choix entre une restructuration sous la conduite des banques ou sous celle des sociétés de gestion des actifs publics et la création d'autres dispositifs institutionnels. Fortes de l'expérience acquise face aux crises passées, les institutions internationales de développement (IID) peuvent offrir des conseils pratiques sur ces questions.

Aussi importantes qu'elles soient, les questions susmentionnées cèdent le pas à d'autres considérations, à savoir la capacité des créanciers à faire supporter les pertes aux débiteurs, la volonté des gouvernements de les répercuter sur les actionnaires des institutions financières locales et les contribuables, et la sensibilité du public aux licenciements et aux prises de contrôle étrangères. En tenant dûment compte de cette sensibilité, les IID doivent encourager les gouvernements à établir des dispositifs de protection adéquats et à reconnaître le lien entre l'investissement étranger et une croissance durable. Si elles ne peuvent rien faire sur les points les plus critiques, il y a peu de chances que les avancées dans d'autres domaines permettent une restructuration anticipée ou plus efficace des entreprises et du secteur financier.

Il importe que les IID encouragent les pays à assurer aux créanciers la protection de la loi. Il est récemment arrivé que la négociation et l'application d'accords de restructuration à l'amiable soient compromises par l'opposition de créanciers et d'actionnaires publics minoritaires. Il est donc nécessaire de renforcer les possibilités de restructuration sous surveil-



**William P. Mako est spécialiste senior à la Banque mondiale, Bureau régional Asie de l'Est et Pacifique, Unité chargée du développement du secteur privé.**

lance judiciaire. Une multitude de questions et de coutumes juridiques, qui ne sont pas partout les mêmes, doit être examinée, mais l'essentiel est de trouver les moyens d'encourager les entreprises en difficulté mais viables à se soumettre à une restructuration sous surveillance judiciaire, et d'établir des critères fiables sur lesquels se fonder pour amorcer une réorganisation ou pour décider d'engager une procédure de faillite. Il vaut mieux ne pas attendre qu'une crise éclate pour opérer ces réformes.

Les faits ont récemment montré que les banques sont peu disposées à prendre des mesures (dont cession de leurs dettes, conversion de celles-ci en prises de participation ou actions les forçant à une restructuration, par exemple cessation d'activités non viables et vente d'actifs surévalués) pouvant les amener à réduire leur capital et à s'exposer ainsi aux

risques de dilution de leurs actions, de perte ou de prise de contrôle. Un certain assouplissement de la réglementation est généralement permis en période de crise, par exemple sous forme d'un relâchement de la surveillance. Il peut arriver, comme en Thaïlande, que les autorités de contrôle donnent aux banques davantage de temps pour faire apparaître à leur bilan leurs pertes de restructuration. Ces mesures risquent toutefois de les dissuader de remédier à leurs créances douteuses et de détourner les investisseurs potentiels des banques au bilan obscur. Une solution plus transparente consisterait à requérir des banques qu'elles comptabilisent promptement et intégralement leurs pertes de restructuration tout en autorisant un assouplissement, sous étroite surveillance, des normes de fonds propres. Par exemple, les autorités de contrôle pourraient laisser le ratio de fonds propres pondérés en fonction des risques tomber au-dessous de 8 % pendant un certain temps. En cas de garantie générale des dépôts notamment, les normes de fonds propres destinées à protéger les déposants des risques pris par les banques perdent de leur intérêt. Le rôle des IID serait de porter cette question à l'attention des instances internationales chargées de l'établissement de normes.

Enfin — et ce point est peut-être le plus important —, les IID pourraient fournir une évaluation indépendante des coûts actualisés et des effets de diverses stratégies face aux difficultés des entreprises et du secteur financier. Il y a lieu d'accorder une attention particulière aux projections des besoins de trésorerie et de recapitalisation des banques, aux divers moyens de protéger le personnel, les fournisseurs et les sous-traitants des entreprises en faillite, et aux effets sur la concurrence de taux d'intérêt inférieurs à ceux du marché et autres concessions au titre de la restructuration de la dette. C'est au ministère des finances de mener — avec l'assistance technique des autorités de contrôle — le processus coûteux de restructuration des entreprises et du secteur financier. Dans la mesure où les institutions internationales de développement peuvent fournir au ministère des évaluations indépendantes et l'aider à renseigner le public sur les coûts probables des diverses options, elles lui facilitent la tâche, car il peut ainsi agir de façon décisive pour apporter aux difficultés des entreprises et du secteur financier la solution la moins coûteuse pour le contribuable. **F&D**