

La restructuration du secteur des entreprises

Le rôle des pouvoirs publics en temps de crise



Mark R. Stone

La restructuration du secteur des entreprises

Le rôle des pouvoirs publics en temps de crise



Mark R. Stone

©2002 Fonds monétaire international

Directeur de la collection
Jeremy Clift
Département des relations extérieures du FMI

Édition anglaise

Couverture et composition :
Massoud Etemadi, Choon Lee,
Section des travaux graphiques du FMI

Édition française

Division française
Services linguistiques du FMI
Traduction : Serge Collomb
Correction & PAO : Van Tran

ISBN 1-58906-197-7

ISSN 1020-7724

Juin 2002

Pour obtenir les publications du FMI,
adressez votre commande à :

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, DC 20431 (U.S.A.)
Téléphone : (202) 623-7430 Télécopie : (202) 623-7201
Messagerie électronique : publications@imf.org
Internet : <http://www.imf.org>

Préface

La collection des Dossiers économiques vise à présenter à un vaste public de non-spécialistes quelques-uns des sujets d'actualité sur lesquels travaille le FMI. La matière provient pour l'essentiel de documents de travail — études techniques qui sont établies par des membres de ses services et des chercheurs invités — ainsi que d'autres documents d'analyse des politiques économiques.

Le présent numéro s'inspire du document de synthèse PDP/00/7 du FMI, intitulé *Large-Scale Post-Crisis Corporate Restructuring*, publié en juillet 2000, du document de travail WP/00/114, *The Corporate Sector Dynamics of Systemic Financial Crises* (juin 2000) et du document d'analyse et d'évaluation des politiques économiques PPAA/98/13, *Corporate Debt Restructuring in East Asia: Some Lessons from International Experience* (octobre 1998). Ce dossier économique contient également des informations supplémentaires relatives au Japon. La liste des textes de référence utilisés figure dans le document original, que le lecteur est invité à se procurer auprès du Service des publications (au prix de 10 dollars), ou à télécharger à partir du site Web du FMI : www.imf.org. Jeremy Clift, du Département des relations extérieures, a préparé la version anglaise de cette brochure.

Les opinions exprimées dans cette publication sont celles de l'auteur et ne représentent pas nécessairement les positions ou les politiques du FMI.

Champ de l'étude

Cette brochure repose principalement sur des constatations collectées à partir de neuf crises financières systémiques dans lesquelles le secteur des entreprises a joué un rôle essentiel (tableau ci-dessous). Le produit intérieur brut réel ou PIB s'est contracté en moyenne de 6 % au cours de ces épisodes. Cet ensemble d'épisodes ne constitue pas un tableau complet. Les restructurations engagées dans les petits pays, de même que celles qui ont moins bien réussi (Roumanie et Russie au début des années 90), n'ont pas été incluses. On a choisi neuf épisodes assez importants, dont la documentation et les données sont plus facilement disponibles. Un encadré sur le Japon a été inclus.

Épisodes de restructuration de grande envergure après les crises

Pays	Creux de la crise ¹	Pays	Creux de la crise ¹
Chili	Janvier 1983	Indonésie	Mai 1998
Mexique	Octobre 1983	Corée	Juillet 1998
Pologne	Octobre 1991	Malaisie	Novembre 1998
Hongrie	Juillet 1992	Thaïlande	Novembre 1998
Mexique	Juillet 1995		

¹Le creux de la crise désigne le mois où le niveau de la production industrielle, corrigée des variations saisonnières, a atteint le point bas de la période de crise.

Source : auteur.

Le défi de la restructuration du secteur des entreprises

La restructuration industrielle de grande envergure rendue indispensable par une crise financière représente l'un des défis les plus redoutables qu'aient à affronter les responsables économiques. L'État est obligé d'assumer un rôle directeur, même si c'est de manière indirecte, car il faut hiérarchiser les objectifs des politiques, remédier aux déficiences du marché, réformer les régimes juridique et fiscal, et surmonter la résistance de puissants groupes d'intérêts. Les objectifs des programmes de restructuration d'entreprises de grande envergure consistent essentiellement à restructurer les sociétés viables et à liquider celles qui ne le sont pas, à rétablir la santé du secteur financier et à créer les conditions d'une croissance de longue durée.

Les politiques publiques de restructuration d'entreprises qui réussissent respectent en général une séquence donnée. Pour commencer, les pouvoirs publics définissent les politiques macroéconomiques et juridiques qui sont les préalables indispensables à une restructuration réussie. Ensuite, la restructuration financière doit être mise en route afin d'établir les incitations appropriées pour que les banques participent à la restructuration et rouvrent les vannes du crédit. Ce n'est qu'alors que la restructuration du secteur des entreprises peut vraiment commencer avec le tri des sociétés viables et non viables : restructuration des premières et liquidation des dernières. Les principales méthodes de la restructuration d'initiative publique sont la médiation, la mise en place d'incitations, la recapitalisation bancaire, la création de sociétés de gestion d'actifs et la désignation d'administrateurs pour diriger la restructuration. Une fois les objectifs atteints, l'État doit réduire l'appui qu'il apporte à l'effort de restructuration.

Tâches de la restructuration

Les programmes de restructuration d'entreprises de grande envergure sont en général rendus nécessaires par une crise financière systémique — c'est-à-dire par une perturbation grave des marchés financiers qui, en entravant leur bon fonctionnement, exerce d'importants effets défavorables sur l'économie. L'enchevêtrement des difficultés du secteur financier et du secteur des entreprises qui définit la crise systémique exige que la restructuration traite des deux secteurs simultanément.

Préparer le terrain

La restructuration ne peut réussir en l'absence de fondations solides, établies par l'action des pouvoirs publics dans tous les domaines de l'économie.

- Il convient tout d'abord de rétablir fermement la stabilité économique globale afin de créer la confiance nécessaire à la restructuration de la dette. La stabilité des prix, des taux d'intérêt et des taux de change est indispensable pour que les débiteurs, les créanciers et les investisseurs potentiels puissent entreprendre sans trop d'incertitude.
- Les pouvoirs publics, les banques et les conseillers doivent évaluer rapidement le degré et la nature des difficultés des entreprises pour déterminer si les problèmes sont d'ordre systémique et justifient, de ce fait, que les pouvoirs publics assument un rôle directeur dans la crise. L'évaluation des difficultés des entreprises peut s'appuyer sur un calcul rapide de la capacité du secteur des entreprises à assurer le service de la dette, de la demande de crédit bancaire, de l'augmentation des créances improductives et du nombre de faillites.
- Dès l'instant où la crise est jugée d'ordre systémique, il convient de dresser le plus tôt possible une stratégie globale de restructuration, portant à la fois sur le secteur des entreprises et le secteur financier. La participation de toutes les parties intéressées à la formulation de la stratégie, de même qu'une présentation transparente de ses objectifs, de ses tâches et des méthodes

employées pour sa mise en œuvre, accroîtra sa crédibilité. La formulation rapide de stratégies de restructuration globales a ainsi bénéficié à la Suède, pendant la crise bancaire qu'elle a connue au début des années 90, et à la Corée, en 1997–98.

- Un environnement juridique, réglementaire et comptable approprié est indispensable à la réussite de la restructuration des entreprises. Les principaux aspects juridiques concernent les dispositifs de faillite, les règles applicables à l'investissement étranger et le régime des fusions et acquisitions. Il est souvent nécessaire de modifier les réglementations qui régissent les conversions de créances en fonds propres et les ventes d'actifs afin de rendre possibles des opérations de restructuration novatrices et complexes.
- Le gouvernement d'entreprise doit être mis aux normes internationales afin d'inciter les firmes viables à restructurer leurs bilans et à maximiser leur valeur. L'amélioration du gouvernement d'entreprise est nécessaire non seulement afin de pousser les gestionnaires à restructurer l'encours de leur dette existante, mais aussi à opérer de manière rentable et à améliorer les flux de profits à venir. Il arrive souvent que la libéralisation de l'investissement étranger favorise une bonne gouvernance par l'importation des pratiques optimales internationales.
- La fermeture des sociétés non viables entraînera des coûts sociaux qui pourront exiger la prise de mesures compensatoires par les pouvoirs publics afin d'aider les pauvres et de conserver le soutien politique en faveur de la restructuration. La Hongrie et la Pologne ont pris, au milieu de la décennie 90, des mesures pour réduire les inégalités de revenus qui allaient au-delà de la seule restructuration des entreprises, quoique avec un succès mitigé. En Asie orientale, les dispositifs de protection sociale rudimentaires existant lors de la crise financière asiatique de 1997 ont été étendus afin de compenser l'impact des crises sur les pauvres au moyen de transferts de revenus et de mesures destinées à lutter contre le chômage et à maintenir l'accès des pauvres aux services sociaux. Il est bon que les mesures sociales soient formulées avec la participation des entreprises et des syndicats.

Restructurer le secteur financier

Même après que ses fondations ont été jetées, la restructuration des entreprises ne peut avancer sans que celle du secteur financier ne fasse des progrès sérieux. L'assèchement du capital bancaire du fait de la crise aboutit en général à une réduction marquée des prêts aux entreprises, viables ou non, ce qui aggrave la contraction globale de l'économie. En outre, les banques doivent disposer des capitaux et des incitations nécessaires pour jouer leur rôle dans la restructuration.

La première tâche que doit accomplir la restructuration financière est de trier dans la mesure du possible les institutions financières viables de celles qui ne le sont pas. À cette fin, l'assistance technique et les financements des institutions financières internationales peuvent être utiles, comme dans le cas de l'Indonésie après la crise de 1997.

L'État doit prendre le contrôle des banques non viables et soit vendre leurs actifs, soit les transférer à une société de gestion d'actifs, tandis que les banques viables doivent être recapitalisées. Il faut recapitaliser directement les banques afin qu'elles puissent opérer normalement, faute de quoi, en l'absence de fortes pressions concurrentielles, elles risquent d'entraver la reprise en se recapitalisant elles-mêmes indirectement au moyen d'importants écarts de taux d'intérêt. Les pouvoirs publics devront simultanément s'assurer que la réglementation et le contrôle bancaires sont assez robustes pour maintenir la stabilité du secteur bancaire.

Le problème ici est quelque peu circulaire : le tri entre banques viables et non viables est favorisé par l'achèvement de la même tâche pour les entreprises, laquelle est facilitée par la restructuration financière. La meilleure manière de boucler ce cercle semble être de restructurer rapidement les banques, car la réduction du financement bancaire aux entreprises amplifie la contraction globale et exerce des effets irréversibles — tels que la vente d'actifs à des prix de braderie.

Restructurer le secteur des entreprises

La restructuration du secteur des entreprises ne peut commencer sérieusement que si les banques et les acteurs du marché ont les moyens et le désir d'y participer. De même que dans le secteur

financier, la tâche première consiste à *distinguer les sociétés viables de celles qui ne le sont pas*. Les sociétés non viables sont celles dont la valeur de liquidation est plus grande que leur valeur en exploitation, compte tenu des coûts d'une éventuelle restructuration, du taux de change «d'équilibre» et des taux d'intérêt. La fermeture des firmes non viables permet d'éviter qu'elles absorbent du crédit ou n'aggravent les pertes des banques. Cependant, l'identification des sociétés non viables est rendue plus ardue par la médiocrité générale des résultats du secteur des entreprises pendant et juste après la crise. La distinction entre entreprises viables et non viables peut se faire au moyen de simulations de profits et de projections de bilan, mais comprend aussi une certaine part d'appréciation.

La liquidation des sociétés non viables au cours d'une crise systémique exige habituellement la mise sur pied de nouveaux mécanismes de liquidation qui se substituent aux procédures de faillite judiciaires normales. La législation des faillites des États-Unis peut être considérée comme le type même de l'approche avec intervention minimale des pouvoirs publics. Cependant, en pratique, cette législation est fortement orientée vers la liquidation — quelque 90 % des cas aboutissent à une liquidation, et la réorganisation prend beaucoup de temps. En outre, les tribunaux sont en général incapables de traiter un nombre de cas élevé, manquent de compétences et peuvent subir l'influence de groupes d'intérêts. Protéger les débiteurs de la faillite au cours de la médiation permet aux sociétés qui seront plus tard jugées viables de continuer à fonctionner et autorise la liquidation en bon ordre des sociétés non viables. Si les débiteurs sont protégés de la faillite, il est cependant nécessaire de surveiller les sociétés afin d'éviter que l'équipe de direction ne cède les actifs les plus profitables. La liquidation peut être accélérée par des tribunaux spécialisés ou une nouvelle législation des faillites. La Hongrie a introduit un code des faillites sévère en 1991 en vertu duquel les firmes en arriérés de paiement étaient tenues de soumettre des plans de réorganisation à leurs créanciers; faute de parvenir à un accord, les sociétés étaient mises en liquidation. En outre, le moratoire appliqué aux paiements aux banques pendant les négociations permet aux sociétés en panne de liquidité de continuer de fonctionner alors que leur viabilité est en cours d'évaluation. En l'absence de procédures de faillite efficaces,

la restructuration peut être considérablement ralentie, comme cela s'est produit dans de nombreux pays en transition, au Mexique en 1995 et, en particulier, en Indonésie après la crise asiatique de 1997.

L'État doit également décider de la disposition des actifs des sociétés mises en liquidation. Tout retard dans la cession des actifs immobilise des ressources économiques, ralentit la reprise économique et entrave la restructuration des entreprises.

Naturellement *les bilans des sociétés viables doivent être restructurés*. Des institutions créancières privées (nationales et étrangères) ou nouvellement acquises par l'État et des sociétés de gestion d'actifs, ainsi que des parties intéressées tels que les syndicats et les pouvoirs publics, participeront à la restructuration. En général, celle-ci est effectuée par une réduction de la dette ou une conversion de créances en fonds propres. La restructuration de la dette est souvent ralentie par des créanciers minoritaires qui menacent de liquider le débiteur afin de forcer les principaux créanciers à les désintéresser à des conditions favorables. Ce problème de coordination peut être évité par des règles qui permettent, en l'absence d'unanimité des créanciers, que des plans de réorganisation soient adoptés sous l'effet de pressions morales des pouvoirs publics, en vertu de l'accord préalable des créanciers à un ensemble de principes, ou au moyen des procédures de faillites.

L'achèvement rapide de transactions relativement simples peut donner un coup de pouce au programme de restructurations. La restructuration est souvent retardée par la difficulté qu'il y a à évaluer les transactions, du fait de l'instabilité économique et du manque de fiabilité des données des entreprises.

Les retards accumulés dans les réformes de la législation des faillites ont considérablement ralenti les grands efforts de restructuration du milieu et de la fin de la décennie 90. Début 2000, le Mexique n'avait toujours pas achevé la réforme de son code des faillites, bien qu'il y ait eu une baisse marquée des créances bancaires sur le secteur privé depuis la crise de 1995. En Asie orientale, des législations des faillites inefficaces ont entravé la restructuration des entreprises en permettant à des firmes qui n'étaient pas viables de continuer à fonctionner, ce qui non seulement a empêché les banques de recouvrer les actifs utilisés en garantie, mais a aussi

Encadré 1. Le retard de la restructuration a handicapé le Japon dans les années 90

Au Japon, après la décennie de performances économiques médiocres des années 90, chacun savait qu'il ne serait pas possible d'améliorer les résultats économiques ni de réduire la vulnérabilité aux crises sans une restructuration du secteur des entreprises. L'endettement des entreprises japonaises demeurait très élevé, en raison d'investissements excessifs et de problèmes de gouvernance.

La rentabilité médiocre du secteur des entreprises provenait de la faiblesse du bilan et des recettes d'exploitation des banques. Bien que le levier financier des entreprises soit nettement réduit ces dernières années, ce résultat avait été atteint non seulement par une augmentation des fonds propres, mais aussi par une baisse relativement marquée de l'emprunt des entreprises, ce qui risquait de limiter les possibilités d'expansion économique.

Les autorités ont commencé en 2002 à accélérer l'introduction de mesures visant à donner un coup de pouce à la restructuration des entreprises. Les banques et les firmes furent encouragées à accepter des accords de restructuration à l'amiable en échange d'annulations de dette ou de conversion de créances en fonds propres, dans le cadre de directives établies par les ministères concernés, les associations d'entreprises et les associations bancaires. Cette stratégie reposait sur une nouvelle législation des faillites d'entreprises, de nouvelles directives qui renforçaient le cadre de restructuration des entreprises et la décision d'élargir le rôle de la Société de liquidation et de recouvrement mise sur pied pour faciliter la restructuration des bilans bancaires.

découragé les firmes viables de rembourser leurs dettes — et a, par là, nui encore davantage aux banques. Les retards de la réforme des faillites sont dus principalement aux pressions de groupes et de particuliers qui seraient désavantagés par la liquidation des firmes non viables, ainsi que par les délais nécessaires pour permettre aux systèmes judiciaires de faire face à une multiplication soudaine des cas de faillites (voir encadré 1 ci-dessus).

La transparence exerce une influence positive sur la réforme du droit des faillites : la divulgation régulière par les pouvoirs publics de tous les aspects de la restructuration peut mettre en évidence les obstacles érigés par des groupes d'intérêts et faire naître ainsi des pressions dans le public pour accélérer les réformes.



Choix de la forme d'intervention des pouvoirs publics

L'expérience montre que les restructurations d'entreprises à grande échelle exigent que les pouvoirs publics assument un rôle directeur afin de déterminer les priorités, limiter les coûts économiques et sociaux de la crise, remédier aux déficiences des marchés et surmonter l'obstruction exercée par des groupes d'intérêts puissants. Le rôle des pouvoirs publics dans la restructuration des entreprises varie d'un pays à l'autre en raison de ses conséquences sociales, de l'implication de différents segments de la société et des complexités du processus. Il existe donc relativement peu de principes opérationnels ou de séquences de mesures à prendre qui soient d'application universelle, en particulier en comparaison à d'autres domaines des politiques structurelles, comme la libéralisation du compte de capital et la réforme du marché du travail. La démarche adoptée ici consiste à examiner cinq méthodes de restructuration d'entreprises d'initiative publique par ordre croissant d'intervention des pouvoirs publics.

Médiation des pouvoirs publics

La médiation des pouvoirs publics entre les entreprises et les banques ou entre les banques elles-mêmes est justifiée si les créanciers ne sont pas capables de prendre la direction de la restructura-

tion des entreprises ou n'y sont pas disposés. Les motifs de leur intervention peuvent être la pénurie de capitaux bancaires, le déséquilibre des positions de négociation entre débiteurs et créanciers, ou l'absence d'incitations pour les banques ou les sociétés à résoudre les problèmes d'endettement. Ces facteurs peuvent prolonger la restructuration et entraîner des coûts, voire des liquidations d'entreprises, qui ne sont pas indispensables. Afin d'éviter ces écueils, l'État peut exercer sa médiation de façon informelle ou dans un cadre plus structuré. Le type de médiation le mieux connu est l'«approche de Londres», qui est mise en œuvre au Royaume-Uni sous l'égide de la Banque d'Angleterre (voir encadré 2, page 10).

La médiation des pouvoirs publics est une solution appropriée si la restructuration d'entreprises est de faible envergure et que l'environnement s'y prête. Cette approche offre souplesse et adaptabilité, mais exige un médiateur public crédible, la stabilité macroéconomique et un environnement réglementaire approprié — tous éléments présents au Royaume-Uni, où l'approche de Londres réussit bien. Cette démarche s'est avérée moins fructueuse en présence d'un nombre très élevé de créanciers, en particulier de créanciers étrangers.

Financement public d'incitations

Les incitations organisées dans un cadre préétabli et financées sur fonds publics peuvent être utiles lorsque les problèmes des entreprises sont systémiques, que les déficiences du marché ou de la réglementation empêchent la restructuration et que l'État dispose de ressources budgétaires adéquates. Ces incitations financières, qui se présentent en général sous forme d'assurances ou de subventions, sont mises à la disposition des créanciers et des débiteurs qui le souhaitent. Elles comprennent la compensation, pour les créanciers, de l'allongement des échéances de la dette et des périodes de grâce, des garanties de taux d'intérêt et de taux de change, et des injections de fonds propres. L'État doit arbitrer entre le coût budgétaire de ces incitations et les avantages systémiques de l'allègement de la détresse des entreprises. C'est la stratégie qu'ont adoptée le Mexique au début des années 80 et au milieu des années 90, et le Chili (voir les études de cas pages 16–23).

Encadré 2. L'«approche de Londres» exige un partage solidaire des pertes

L'«approche de Londres» utilisée au Royaume-Uni est le meilleur exemple connu d'une médiation officielle. Elle consiste en un ensemble de principes, mis en œuvre sous l'égide de la Banque d'Angleterre, qui servent à créer un cadre normalisé et incitent les banques à rechercher l'unanimité. L'approche de Londres repose sur les principes suivants :

- lorsqu'une société est en difficulté, les banques maintiennent les mécanismes de crédit en place et évitent de la pousser à la faillite;
- les banques coopèrent entre elles;
- les décisions concernant l'avenir du débiteur ne sont faites qu'à partir d'informations complètes, communiquées à toutes les banques et parties intéressées;
- le rang des créances est reconnu, mais il y a un certain élément de solidarité dans le partage des pertes.

La formulation de l'approche de Londres n'est pas formellement fixée afin d'éviter un juridisme excessif, et aussi parce que le cadre doit demeurer flexible et adaptable et qu'il repose sur l'accord spontané des banques. L'approche de Londres a été appliquée, avec intervention de la Banque d'Angleterre, dans plus de 160 cas entre 1989 et 1997.

Le point fort de cette démarche est son adaptabilité. L'application de l'approche de Londres à la restructuration de la dette des entreprises au Royaume-Uni est naturellement facilitée par l'environnement réglementaire favorable et la stabilité macroéconomique, le rôle négligeable des créanciers étrangers et, surtout, le caractère peu fréquent et l'importance modérée des restructurations de dettes d'entreprises. Dans ces conditions, l'approche de Londres, appuyée par la bonne réputation et l'objectivité de la Banque d'Angleterre, réussit bien.

Recapitalisation des banques

La recapitalisation des banques est justifiée lorsque l'endettement des entreprises constitue un problème assez généralisé pour saper la santé du système bancaire, et que les banques sont en mesure de restructurer les entreprises de leur propre initiative et disposées à le faire. L'interruption généralisée du paiement des emprunts des entreprises, qui traduit le plus souvent l'instabilité macroéconomique, réduit et peut même anéantir le capital bancaire. Si les banques n'ont besoin de rien de plus pour restructurer la dette que de capitaux frais (c'est-à-dire si elles ont les incitations et la capacité de renégocier les emprunts), et si elles ne reçoivent pas de nouveaux capitaux privés en quantité suffisante pour rétablir leur fonctionnement normal, alors un financement public est nécessaire pour recapitaliser les banques.

Un nouvel organisme de restructuration bancaire est en général mis sur pied afin de coordonner les politiques nécessaires au succès de la recapitalisation. Cet organisme doit peser soigneusement les coûts budgétaires potentiellement élevés de la recapitalisation en regard de ses avantages. Il convient de réduire la valeur comptable des fonds propres des banques avant d'employer des fonds publics à les recapitaliser, ceci afin que le contribuable ne supporte pas plus qu'une part équitable du fardeau. L'obligation pour l'organisme de restructuration de dénouer ses participations lorsque des conditions prédéterminées sont réunies accélère le retour des banques à des gestionnaires privés. Enfin, l'organisme jouera, dans la plupart des cas, un rôle déterminant pour décider si les banques doivent gérer elles-mêmes leurs actifs compromis, ou bien les céder à une société de gestion d'actifs ou à une autre entité.

Étant donné la gravité des crises financières systémiques examinées ici, les coûts de recapitalisation qu'elles entraînent tendent à être plus élevés que dans la moyenne des crises du secteur bancaire. Les coûts de résolution d'une crise bancaire ordinaire se situent entre 7 et 14 % du PIB en moyenne, mais ils ont dépassé 50 % en Indonésie et atteint 41 % au Chili.

Les mêmes conditions qui justifient les dispositifs publics d'incitation financière s'appliquent aussi à la recapitalisation bancaire à

ceci près que les banques sont davantage qualifiées pour renégocier la dette. Cependant la recapitalisation crée un nouvel «aléa moral» : les banques seront incitées à parier le nouveau capital sur des prêts risqués en s'attendant à être de nouveau recapitalisées si ces prêts ne rapportent pas. En outre, des banques fraîchement recapitalisées et qui détiennent des participations importantes dans des sociétés de restructuration peuvent poursuivre des objectifs contradictoires. Afin d'éviter l'aléa moral, la recapitalisation devrait s'accompagner de mesures complémentaires qui améliorent le contrôle et la gouvernance des banques, en particulier si les banques finissent par posséder une large part du secteur des entreprises. Il peut être utile de lier la recapitalisation d'une banque à la prise par celle-ci de mesures visant à restructurer la dette d'entreprises.

Création d'une société de gestion d'actifs

La création d'une société de gestion d'actifs à financement public s'impose lorsque le nombre d'entreprises en difficulté est important et que des éléments microéconomiques entravent gravement la restructuration. Des banques décapitalisées ou mal gérées, la pénurie de compétences en renégociation de la dette bancaire, des rapports de forces déséquilibrés entre les banques et les entreprises, des entreprises manquant de volonté ou de moyen pour fournir des informations financières fiables sont parmi les plus importants, avec, là encore, des conséquences systémiques défavorables. Une société de gestion d'actifs à financement public peut acheter les créances douteuses, fournir du capital aux banques et aux entreprises, négocier avec les débiteurs et jouer un rôle financier et opérationnel actif dans la restructuration. Lorsque les tribunaux des faillites sont inefficaces, une société de gestion d'actifs peut aussi servir de mécanisme de règlement à l'amiable des faillites, car l'adoption d'une législation et l'édification de l'infrastructure institutionnelle nécessaires à des procédures de faillite effectives peuvent prendre du temps. La dette assumée par la société de gestion d'actifs peut être convertie en participations et finalement vendue au public. La société de gestion d'actifs réalise des économies d'échelle dans le domaine spécialisé de la restructuration de dettes

d'entreprises et peut développer des marchés secondaires de la dette. Les banques y trouvent l'avantage d'un capital plus élevé, tandis que les entreprises peuvent s'attendre à voir leur dette restructurée plus rapidement.

Des sociétés de gestion d'actifs ont été employées en Corée, en Hongrie, en Indonésie et en Malaisie. En Asie orientale, elles ont assumé des montants de dette considérables, équivalant à 10 à 35 % du PIB. Cependant, la cession et la liquidation des actifs se sont révélées très lentes. Les sociétés de gestion d'actifs sont nécessaires lorsque les restructurations dirigées par les banques sont impraticables, mais elles présentent aussi des risques. Pour réussir, une société de gestion d'actifs doit avoir des objectifs clairs et pré-définis, viser à un recouvrement maximal des emprunts, échapper à la politisation et disposer d'une assise financière suffisante.

Nomination d'un administrateur

Pour de nombreux pays qui ont récemment connu des crises du secteur des entreprises, la complexité des efforts de restructuration des entreprises et du secteur financier a conduit à la désignation d'un administrateur afin d'accélérer le rythme des réformes. Un administrateur peut, dans la transparence, définir clairement les buts de la restructuration, surmonter les problèmes liés au levier financier excessif des créanciers et des débiteurs, réunir et hiérarchiser les appuis financiers de l'État, et faire une place à la table des négociations aux partenaires sociaux qui risqueraient autrement d'en être exclus. En général, les administrateurs sont nommés par le chef de l'État, devant qui ils sont responsables, et supervisent les efforts de médiation, les commissions de restructuration d'entreprises, les sociétés de gestion d'actifs et l'organisme de restructuration bancaire.

Les administrateurs représentent une évolution relativement récente. Aucun des épisodes de crise des années 80 et du début des années 90 ne semble avoir connu un tel administrateur. En Corée, la restructuration financière a été dirigée, peu après le début de 1998, par la Commission de surveillance financière. Le président de la Commission était membre du gouvernement et rendait compte au chef de l'État.

Un administrateur peut aider à accélérer le rythme des restructurations lorsqu'il existe un grand nombre d'acteurs aux intérêts contradictoires et que les conséquences systémiques accroissent le coût des retards. Naturellement, centraliser la surveillance de la restructuration présente des risques, notamment ceux d'une politisation excessive et de l'absence d'incitations du marché pour guider la prise des décisions. Cependant, les restructurations devenant toujours plus compliquées et les conséquences systémiques de la crise du secteur des entreprises demeurant graves, la nomination d'un administrateur pourrait bien être de plus en plus une solution aux problèmes liés aux restructurations de grande envergure.



Réduction du rôle de l'État

Le fait que l'État doive d'abord accroître, puis réduire son rôle explique en partie les longs délais nécessaires pour mener à bien la restructuration. Les nouvelles institutions de restructuration sont soumises à des contraintes économiques et politiques qui forcent les pouvoirs publics à de difficiles arbitrages, en particulier entre les coûts immédiats de la restructuration — chômage, chute spectaculaire du prix des actifs, phase d'apprentissage des nouveaux dirigeants d'entreprise, par exemple — et les avantages à long terme : meilleure allocation des ressources et bilans plus robustes. Initialement, l'atmosphère de crise étouffe les désaccords entre groupes d'intérêts causés par le chômage et l'élimination des actionnaires. Cependant, une fois la crise passée et l'activité économique repartie de l'avant, l'appui général accordé aux réformes tend à diminuer. L'influence des groupes d'intérêts peut retarder de façon cruciale la réforme des faillites et la reprivatisation qui diluerait leur part de propriété.

L'achèvement de la restructuration est marqué par la vente de la plus grande partie, voire de la totalité, des participations de l'État dans le secteur privé, lesquelles peuvent atteindre des niveaux élevés après une crise. Les participations publiques dans le secteur des entreprises peuvent être directes — découlant de conversions de créances en participations — ou indirectes, par le truchement d'une société de gestion d'actifs à capitaux publics ou la recapitalisation des banques par l'État. La réussite de la privatisation exige un transfert de pouvoir non seulement de l'État, mais aussi de la direction en place. L'introduction d'un investisseur stratégique — qui, dans une économie de petite ou moyenne taille, sera vraisemblablement une institution financière étrangère — est en général nécessaire afin d'améliorer le gouvernement d'entreprise.

La réussite d'une restructuration d'entreprises de grande envergure prend souvent longtemps — au moins cinq ans environ. Au Chili, on peut estimer que la restructuration a commencé avec la prise de contrôle d'institutions financières en difficulté fin 1981 et qu'elle s'est achevée avec les dernières prises de contrôle et les derniers programmes de restructuration de dettes en 1986; la privatisation des banques et la mise aux normes du cadre institutionnel n'ont été terminées qu'en 1989. En 1998, les participations publiques au capital du secteur bancaire de la Pologne ont été réduites à un tiers et 40 % du capital bancaire se trouvait dans des mains étrangères, tandis que, pour la Hongrie, les participations publiques sont tombées à 20 %, la plus grande partie des actions restantes étant possédée par des propriétaires étrangers.

Les retards pris dans la restructuration peuvent coûter cher. La perpétuation de la propriété publique peut inhiber la restructuration et les perspectives de croissance à long terme en faisant obstacle aux forces du marché qui facilitent les progrès de l'efficacité. En outre, la lenteur du rythme des restructurations conduira les investissements étrangers vers d'autres pays, plus compétitifs — phénomène qui peut être difficile à renverser. Finalement, les retards dans la restructuration ont aussi un coût budgétaire, en particulier du fait de l'existence de banques et sociétés inefficaces à capitaux publics.

Une stratégie bien conçue peut permettre de raccourcir les délais nécessaires pour accomplir la restructuration. Ainsi qu'il a été indiqué

précédemment, formuler au plus tôt et de manière transparente une stratégie globale peut contribuer à susciter l'appui du public, surmonter la résistance des groupes d'intérêts et améliorer l'efficacité des politiques. Il est essentiel d'établir rapidement un environnement juridique approprié. En annonçant clairement les buts de la restructuration, on indique à quel moment l'État devrait réduire son intervention et fermer les institutions de restructuration. Et en prévoyant une durée de vie déterminée pour les institutions publiques de restructuration, on évitera qu'elles ne survivent à leur mission.



Études de cas

Mexique, début des années 80

Au début des années 80 le Mexique a adopté un programme public de restructuration de la dette étrangère des entreprises à la suite des problèmes de remboursement de la dette extérieure et du tarissement des emprunts extérieurs en 1982. Le gouvernement a établi, au début de 1983, un fonds fiduciaire de couverture du risque de change appelé FICORCA, sous la supervision de la banque centrale. Pour les sociétés, le principal avantage de la participation au FICORCA était de pouvoir ainsi échanger leur dette en devises contre de la dette nouvelle libellée en pesos à un taux de change fixé au début de l'opération et garanti par l'État, avec une échéance étendue à 8 ans ou davantage et une période de grâce de 4 ans.

La dette de quelque 2.000 sociétés, totalisant environ 12,5 milliards de dollars EU, fut restructurée dans le cadre du FICORCA. Le dispositif fonctionnait avec un effectif d'environ 50 personnes, les banques commerciales mexicaines se chargeant des paiements du service de la dette contre versement d'une commission. La couver-

ture du risque de change par l'État produisit d'importants gains en raison du report des échéances des emprunts refinancés et de l'appréciation subséquente du peso.

Le FICORCA a été considéré dans l'ensemble comme une réussite, car le montant important des emprunts rééchelonnés dans le cadre du dispositif a contribué à résoudre les problèmes auxquels le secteur privé faisait face en 1982. Le FICORCA a créé un environnement stable pour les négociations de dette, fixé l'ampleur du risque de change pour les débiteurs, leur a donné le temps de reprendre leur souffle et leur a permis de bénéficier de taux d'intérêt plus faibles que ceux qu'ils auraient pu obtenir par leurs propres moyens. En outre, le gouvernement n'a pas assumé le risque commercial. Toutefois, du fait de sa mission relativement limitée, le FICORCA n'a pas eu à se préoccuper des questions nombreuses et complexes qui se sont posées ailleurs, telles que l'identification des firmes non viables, la restructuration de la dette intérieure, ainsi que les problèmes de coordination entre créanciers et entre ceux-ci et les débiteurs. De plus, l'État a été exposé au risque de change.

Chili

Le Chili a recapitalisé les banques et mis en œuvre des plans de restructuration de la dette des entreprises organisés par l'État au début et au milieu des années 80. Les problèmes de remboursement de la dette ont été déclenchés par une récession, sur la période 1981–83, qui a suivi une décennie de réformes financières et une remarquable progression de l'intermédiation financière. Afin d'inciter à assurer le service de la dette et d'assainir le système bancaire, les autorités ont amélioré le contrôle et la supervision bancaires, recapitalisé les banques privées en achetant au pair des prêts de qualité médiocre en 1982, 1984 et 1986, et mis en œuvre plusieurs dispositifs d'incitation financière à la restructuration de la dette. Plus précisément, des dettes libellées en pesos et en dollars EU ont été rééchelonnées à un taux d'intérêt réel fixe (7 % en 1983, puis 5 % en 1984) et à des échéances plus longues (10 ans extensibles à 15 ans), avec une période de grâce de 5 ans pour le principal et de 1 an pour les intérêts. Les emprunteurs étaient autorisés à convertir

avec décote des emprunts indexés sur le dollar en emprunts libellés en pesos avant de les restructurer. La banque centrale a fourni d'importantes subventions aux banques, car ces dispositifs aggravaient leur situation de liquidité et de rentabilité.

Les incitations financières et la recapitalisation bancaire ont atteint une ampleur considérable. Fin 1984, 21 % du crédit intérieur avait été rééchelonné à des conditions plus favorables. En outre, le total des emprunts vendus par des institutions financières à la banque centrale du Chili s'élevait à 2,9 milliards de dollars en août 1985.

La restructuration de la dette, complétée par la recapitalisation bancaire et la réforme du secteur financier, et une forte reprise économique au milieu des années 80 ont permis une amélioration considérable de la liquidité et stabilisé le secteur des entreprises et le secteur bancaire. On peut toutefois estimer que ces mesures ont prolongé l'impact de la crise sur le secteur des entreprises et sur le secteur bancaire, car les banques n'ont eu apparemment aucune incitation à séparer les entreprises viables des entreprises non viables, l'insuffisance de la première recapitalisation a obligé de répéter cette opération à plusieurs reprises, et l'amélioration de la surveillance et la restructuration des entreprises ont progressé lentement. En outre, la banque centrale a subi de grosses pertes d'exploitation en raison de ces incitations financières.

Hongrie

La Hongrie a essayé plusieurs modes de restructuration de la dette des entreprises au cours de la période 1991–95. Aux termes de la sévère législation des «faillites» de 1991, les firmes affichant des arriérés de paiement de 90 jours ou plus étaient tenues de déposer une demande de réorganisation (appelée faillite) ou de liquidation. Les débiteurs soumettaient ensuite un plan de réorganisation aux créanciers sous la supervision d'un fiduciaire choisi sur une liste établie par les pouvoirs publics. Faute de parvenir à un accord, le débiteur était liquidé. Au cours de la période 1992–93, 5.000 cas de «faillite» et 17.000 cas de liquidation ont été déposés. Malgré les progrès enregistrés avec cette variante de l'approche de la médiation des pouvoirs publics, un dispositif ressemblant à une société de

gestion d'actifs a été mis en place parallèlement à la recapitalisation des banques en 1993 (les banques ont été recapitalisées quatre fois au cours de la période 1991–94 pour un montant total équivalent à 9 % du PIB de 1993). Dans le cadre du nouveau dispositif, 55 firmes ont été restructurées directement par l'État, des représentants des ministères dépensiers ont pris part aux négociations de restructuration, et l'Agence des biens publics (ABP) a été autorisée à acheter les créances irrécouvrables des banques lorsqu'aucun accord ne pouvait être atteint. En tout, près de la moitié des 603 grandes entreprises déficitaires ont été soumises à réorganisation ou à liquidation, mais dans de nombreux cas les anciens dirigeants sont restés en place.

Ainsi le résultat final de la restructuration des entreprises en Hongrie est mitigé; l'approche initiale fondée sur la médiation a connu une certaine réussite, mais on considère que l'intervention active des pouvoirs publics dans le cadre de l'ABP a ralenti la restructuration et réduit son efficacité. Les recapitalisations bancaires multiples et coûteuses sont dues aux retards dans l'amélioration du contrôle et de la réglementation, au fait que les équipes de direction des banques n'ont pas été remplacées et à l'absence de liens entre la recapitalisation des banques et la restructuration des entreprises. La lente amélioration des résultats des entreprises traduit l'incapacité des pouvoirs publics à restructurer ou même à surveiller les sociétés qui sont passées sous leur contrôle. Ces dernières années, toutefois, les banques commerciales ont été privatisées et la restructuration des entreprises a enregistré des progrès substantiels.

Pologne

La Pologne a adopté avec succès des éléments des stratégies de recapitalisation bancaire et de médiation par l'État. La restructuration des banques et des entreprises a été menée simultanément dans le cadre du Programme de restructuration des banques et des entreprises (PRBE) adopté en 1993. Les grandes banques commerciales n'ont été recapitalisées que si elles appliquaient un plan de restructuration des débiteurs jugé acceptable par le Ministère des finances. Aux termes de ces plans, les banques devaient soumettre

chaque débiteur à liquidation ou à restructuration («conciliation»). Les accords de conciliation destinés à la renégociation des créances irrécouvrables stipulaient que les banques devaient négocier une restructuration pour le compte de tous les créanciers, sous réserve de l'accord des détenteurs de 50 % de la dette. Les banques conservaient le produit de tous les recouvrements de créances et disposaient d'une plus grande autorité que dans le cadre d'un jugement de faillite, ce qui leur donnait des motifs supplémentaires de restructurer. Des subventions d'assistance technique financées par les ministères donateurs étaient fournies aux services de renégociation des banques.

Des emprunteurs qui représentaient 57 % des créances classées comme improductives fin 1991 avaient remboursé tout ou partie de leur dette en 1994. De plus, les banques avaient considérablement renforcé leur position en capital et avaient amélioré leur capacité d'évaluation des crédits, en partie grâce à des mesures qui avaient amélioré la concurrence dans le secteur financier.

La stratégie de la Pologne, qui semble avoir abouti à une restructuration de dette économiquement rationnelle et à un assainissement secteur bancaire pour un coût budgétaire relativement faible, offre donc quelques enseignements positifs pour les pouvoirs publics. Premièrement, la restructuration de la dette des entreprises et la réforme bancaire ont été efficaces parce qu'elles étaient menées de front dans le cadre d'un plan intégré et transparent. Deuxièmement, le fait que la recapitalisation des banques ait été subordonnée à la restructuration des entreprises a contribué à assainir les banques et à rendre le secteur des entreprises plus viable. Troisièmement, les subventions publiques offertes aux banques pour développer leurs compétences en matière de renégociation de dettes semblent avoir accru la ponctualité et la qualité de la restructuration.

Mexique, 1995–97

Le Mexique a adopté un dispositif public d'incitation financière et a recapitalisé des banques afin de faciliter la restructuration d'importants crédits consortiaux intérieurs en 1995. Après que le cadre juridique et la législation des faillites en vigueur se soient révélés

inadaptés à la restructuration de la dette intérieure des grandes entreprises à la suite de la crise de 1994–95, l'Unité de coordination des accords banque–entreprise (UCABE) a été mise sur pied à l'initiative du Président Ernesto Zedillo en janvier 1995 pour élaborer des directives, apporter sa médiation dans les négociations et offrir des incitations financières à la restructuration des dettes. Cet effort a été complété par la recapitalisation bancaire — notamment par l'achat de créances irrécouvrables par la société de gestion d'actifs Fondo Bancario Para Protección del Ahorro, ou FOBAPROA —, la déréglementation du marché des capitaux et l'amélioration des normes comptables et du contrôle bancaire. L'UCABE se compose de deux membres du secteur privé, de deux membres du secteur public et d'un effectif réduit. Seules les sociétés considérées viables par les banques et pour lesquelles les banques avaient requis l'assistance de l'UCABE étaient admissibles. Au cours des négociations, les paiements étaient suspendus, et une banque chef de file concluait des accords qui devenaient exécutoires avec l'assentiment des banques représentant 60 % du crédit bancaire total. Les débiteurs devaient laisser les créanciers accéder à toutes les informations financières, les créanciers étant tenus de partager lesdites informations entre eux. Les endettements insupportables étaient réduits par des cessions d'actifs, des conversions de créances en fonds propres, ou des amortissements partiels. Les incitations financières offertes par l'intermédiaire de la Banque nationale de développement du Mexique comportaient une injection de fonds propres de 9 millions de dollars EU pour les sociétés restructurées, des échanges interbancaires de créances et des prêts de fonds de roulement. L'UCABE a été officiellement dissoute le 1^{er} mai 1997 après avoir restructuré 31 emprunts d'une valeur totale de 2,6 milliards de dollars environ, et le FOBAPROA a acheté des créances irrécouvrables d'un montant équivalant à 15 % du PIB.

Les incitations financières offertes par l'UCABE paraissent avoir facilité la restructuration dans le contexte caractérisé par une amélioration rapide de l'environnement macroéconomique et extérieur et par un nombre de débiteurs relativement réduit. L'expérience de l'UCABE montre les avantages d'une stratégie flexible officiellement soutenue par les pouvoirs publics et de la centralisation de toutes

les informations au sein d'une entité unique. Cependant, dans le même temps, la qualité médiocre de la supervision et l'absence de transparence ont entraîné des coûts très importants et non encore pleinement réalisés découlant de l'achat de créances irrécouvrables par le FOBAPROA.

Thaïlande

Au cours de la crise asiatique de 1997–98, la Thaïlande a conjugué plusieurs des différentes stratégies de restructuration. Afin d'encourager les banques à restructurer leurs créances sur les entreprises, on a assoupli les règles de classification des prêts improductifs après restructuration. Les obstacles fiscaux à la restructuration des dettes ont été supprimés et les pouvoirs publics ont relâché les restrictions à la participation des étrangers à l'économie.

Les institutions financières ont été recapitalisées de plusieurs manières. Nombre de sociétés de financement et de banques ont été fermées; d'autres ont été remises sur pied. La recapitalisation des institutions financières a été liée — ce qui est important — à la signature d'accords exécutoires avec les débiteurs. Une société de gestion d'actifs a été établie pour renégocier les prêts irrécouvrables. Les pertes du Fonds de développement des institutions financières (FDIF) — le prêteur en dernier ressort du système financier — ont été converties en dette publique, tandis qu'un organisme de restructuration du secteur financier vendait aux enchères les actifs des institutions fermées. Une Commission consultative sur la restructuration de la dette des entreprises (CCRDE) comprenant des représentants du secteur financier et du secteur des entreprises a été créée et placée sous la présidence de la Banque de Thaïlande. La CCRDE a élaboré une liste de conseillers financiers compétents en restructuration de la dette et a approuvé un cadre non contraignant de restructuration de la dette inspiré de l'approche de Londres, qui offre un énoncé clair de la stratégie qui devrait être adoptée dans les renégociations de dettes d'entreprises impliquant de multiples créanciers. La Société thaïe de gestion d'actifs (STGA) a été fondée en 2001 pour gérer et liquider, en vertu de pouvoirs légaux spéciaux, des emprunts d'entreprises en souffrance.

À la mi-2001, l'endettement des entreprises n'a pas été ramené au-dessous de son niveau antérieur à la crise. Les travaux de restructuration d'entreprises de la CCRDE ont été largement achevés, et la STGA devait prendre la direction du processus en acquérant environ la moitié (30 milliards de dollars EU) des actifs en souffrance du système financier.



Conclusions

Les grands programmes de restructuration d'entreprises représentent peut-être l'un des défis les plus redoutables qu'aient à affronter les responsables économiques. La nécessité d'une restructuration de grande envergure apparaît à la suite des crises financières, lorsque l'ensemble du secteur des entreprises est en difficulté. Mener à bien la restructuration exige que les pouvoirs publics assument un rôle directeur pour déterminer les priorités de la restructuration, remédier aux déficiences des marchés, réformer les régimes juridique et fiscal et, point peut-être le plus important, éliminer les obstacles que posent de puissants groupes d'intérêts.

Certains des enseignements de portée générale qui peuvent être tirés de l'expérience des pays étudiés dans cette brochure en matière de restructuration d'entreprises à grande échelle sont les suivants :

- Les pouvoirs publics doivent être prêts à assumer de larges responsabilités dès qu'une crise semble de nature systémique.
- Il est essentiel d'opérer dans un environnement macroéconomique et juridique sain.
- Il convient de prendre rapidement des mesures pour compenser les coûts sociaux de la crise et de la restructuration.
- La restructuration devrait reposer sur une stratégie globale transparente, englobant la restructuration des entreprises comme celle du secteur financier.

-
- Les buts de la restructuration doivent être annoncés dès le départ, et la législation portant création des nouvelles institutions de restructuration doit comporter des clauses leur fixant une durée limitée en fonction des buts poursuivis.
 - Face aux pressions des groupes d'intérêts, il faut s'efforcer résolument d'établir des procédures de faillite efficaces.
 - Après réalisation des objectifs de la restructuration, les pouvoirs publics doivent réduire leur intervention dans l'économie afin de créer les conditions d'une croissance plus élevée à long terme.
 - Après une crise, il faut au moins cinq ans en moyenne pour achever une restructuration des entreprises de grande envergure.
 - En dernière analyse, la crise peut renforcer les perspectives de croissance à long terme en affaiblissant les intérêts particuliers qui s'opposaient antérieurement au changement et à condition que la restructuration des entreprises soit réussie.



La collection des Dossiers économiques

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zulu Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.

-
17. *La libéralisation des mouvements de capitaux : aspects analytiques.* Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferreti et Andrew Tweedie. 1999.
 18. *La privatisation dans les pays en transition : leçons de la première décennie.* Oleh Havrylyshyn et Donal McGettigan. 1999.
 19. *Fonds de couverture : que savons-nous vraiment d’eux?* Barry Eichengreen et Donald Mathieson. 1999.
 20. *La création d’emplois : pourquoi certains pays font-ils mieux que d’autres?* Pietro Garibaldi et Paolo Mauro. 2000.
 21. *Gestion des affaires publiques et lutte contre la corruption dans les États baltes et les pays de la CEI : le rôle du FMI.* Thomas Wolf et Emine Gürgen. 2000.
 22. *L’art difficile de prévoir les crises économiques.* Andrew Berg et Catherine Pattillo. 2000.
 23. *Promotion de la croissance en Afrique subsaharienne : les leçons de l’expérience.* Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis et Dhaneshwar Ghura. 2000.
 24. *Dollarisation intégrale : avantages et inconvénients.* Andrew Berg et Eduardo Borensztein. 2000.
 25. *Lutter contre la pollution : écotaxes et permis négociables.* John Norregaard et Valérie Reppelin-Hill. 2000.
 26. *La pauvreté rurale dans les pays en développement : orientation pour l’action publique.* Mahmood Hasan Khan. 2001.
 27. *Une politique fiscale pour les pays en développement.* Vito Tanzi et Howell Zee. 2001.
 28. *Aléa moral : les financements du FMI poussent-ils emprunteurs et prêteurs à l’imprudence?* Timothy Lane et Steven Phillips. 2002.
 29. *Le casse-tête des retraites : impératifs et choix des régimes de retraites.* Nicholas Barr. 2002.
 30. *Sous la protection de l’ombre : la croissance de l’économie souterraine.* Friedrich Schneider avec la collaboration de Dominik Enste. 2002.
 31. *La restructuration du secteur des entreprises : le rôle des pouvoirs publics en temps de crise.* Mark R. Stone. 2002.

Mark Stone est économiste principal au Département de la monnaie et des changes du FMI et l'auteur d'articles et d'études sur le secteur des entreprises, les crises financières et la politique monétaire. Auparavant, il travaillait pour Fleet National Bank and Data Resources, Inc., et est diplômé de London School of Economics et de l'université du Wisconsin.

