

Restructuration et gouvernement d'entreprise en Asie de l'Est

Magdi Iskander, Gerald Meyerman,
Dale F. Gray et Sean Hagan

La restructuration de l'entreprise et le renforcement de sa gestion sont des éléments essentiels des réformes économiques en cours dans de nombreux pays. L'opération soulève diverses questions : comment restructurer de manière à promouvoir la croissance et à réduire un endettement excessif sans imposer une charge trop lourde au contribuable? Que peut-on faire pour améliorer le gouvernement d'entreprise?

LA RESTRUCTURATION implique l'aménagement du bilan des sociétés, et notamment le réajustement du ratio endettement/fonds propres en fonction des besoins en liquidités des sociétés, afin d'accroître l'efficacité, de rétablir la croissance et de limiter les coûts imputés au contribuable. Par «gouvernement d'entreprise», on entend l'ensemble de règles qui permettent aux actionnaires d'exercer leur droit de regard en vue de maximiser la valeur de l'entreprise tout en rentabilisant leurs avoirs. La restructuration des sociétés et du secteur financier est au coeur des réformes qui se déroulent en Asie de l'Est. Dans le présent article, nous nous attacherons avant tout aux réformes engagées en Corée et en Indonésie, ainsi qu'en Malaisie et en Thaïlande.

Dans beaucoup de pays d'Asie de l'Est, l'État, les entreprises et les banques sont étroitement liés. De nombreux secteurs sont dominés par des conglomérats contrôlés par un groupe restreint et caractérisés par une comptabilité opaque, un échec de participations réciproques entre sociétés et banques, et par des actionnaires minoritaires n'ayant guère de droit de regard. On estime qu'en Indonésie les dix plus grandes familles contrôlaient en 1997 des intérêts représentant plus de la moitié de la capitalisation boursière, et que la proportion était de la moitié en Thaïlande, du quart en Corée et en Malaisie, mais seulement de 2 à 3 % au Japon. Une refonte des comportements et des institutions est nécessaire pour établir entre l'État, les entreprises et les banques des relations transparentes favorables à la libre concurrence. Il s'agit là d'un processus de longue haleine. En Asie de l'Est, il faut dans l'immédiat parer à la crise actuelle en aménageant le bilan des entreprises surendettées, en restructurant la dette extérieure et en réformant le secteur financier. Il importe d'assainir les bilans des sociétés pour assurer la libre con-

currence entre elles et dans le secteur financier et prévenir de nouvelles crises, en réduisant au minimum le coût supporté par le contribuable.

La vulnérabilité croissante des entreprises. Avant que la crise n'éclate, nombre d'entreprises d'Asie de l'Est devenaient des conglomérats surdimensionnés qui recouraient beaucoup à l'emprunt, car les marchés de titres étaient sous-développés et les propriétaires préféraient très souvent garder le contrôle des entreprises dans le cadre de holdings concentrés. En outre, les systèmes de supervision bancaire et de gestion des banques présentaient des carences structurelles : une grande partie des dettes envers les banques et les entreprises étant non garantie et à court terme, les dévaluations et les taux d'intérêt élevés de 1997 et 1998 ont entraîné un surendettement aigu. Deux facteurs — la lourdeur de la dette intérieure et extérieure à court terme et le degré d'ouverture de nombre de ces économies — rendent les crises financières de l'Asie de l'Est difficiles à régler et limitent la marge de manoeuvre monétaire comme celle de la politique de change.

La nécessité d'une approche globale. Les problèmes des entreprises, du secteur financier et ceux que pose l'endettement extérieur exigent une approche globale et concertée. Puisque des entreprises solides ne vont pas sans banques solides, leur restructuration doit aller de pair, celle des banques étant nécessairement liée au règlement du problème de la dette extérieure. Les incitations risquent d'être perverties et la répartition des charges inéquitable si les obligations à court terme envers les créanciers extérieurs sont satisfaites et que l'essentiel des pertes concerne l'État, les travailleurs et, en définitive, le contribuable. Nous estimons que le coût de la restructuration des banques représente pour l'État pas moins de 15 à 35 % du PIB des quatre pays considérés. Le financement interne de ces coûts risque fort d'ac-

croître l'emprunt public, donc les taux d'intérêt, et de freiner davantage le redressement du secteur des entreprises.

À court terme, il est impératif de restructurer les entreprises et le secteur financier. Il importe de gérer la crise de manière à engager le processus qui permettra d'atteindre les objectifs à long terme de chaque pays, et notamment d'opérer les réformes radicales nécessaires pour briser les liens de dépendance entre l'État, les entreprises et les banques. Cela signifie qu'il faut ouvrir le capital des entreprises en permettant aux investisseurs étrangers d'y accéder plus facilement et en augmentant le rôle des marchés de capitaux. En outre, il est indispensable de protéger les droits des actionnaires et d'améliorer les normes comptables et la réglementation bancaire. De même que la Grande Crise de 1929 a débouché aux États-Unis sur une législation et des réformes qui ont diminué l'importance des «relations» dans les activités financières et posé les bases d'une structure financière moderne, la crise est-asiatique est une opportunité assez exceptionnelle pour les pays de la région qui veulent commencer à instaurer un système de concurrence à armes égales probablement plus efficace et plus durable.

En conséquence, les pouvoirs publics devront entreprendre des réformes d'ensemble qui maintiennent la pression sur toutes les parties, afin d'imposer une répartition équitable des charges entre les emprunteurs, les actionnaires, l'État et les créanciers extérieurs, de rétablir les prêts aux entreprises viables et la confiance dans le secteur financier et de faire en sorte qu'un secteur des entreprises et un système financier devenus compétitifs réduisent au minimum les risques de retour de la crise.

Pour que les réformes soient durables et que la croissance reprenne, le poids des restructurations économiques doit être équitablement réparti entre toutes les parties prenantes, aussi bien extérieures (créanciers à court terme, détenteurs d'actions et d'obligations) qu'intérieures (actionnaires, salariés et contribuables). Il faut veiller parallèlement à ce que cet effort se situe dans le contexte de l'établissement de relations de pleine concurrence entre les nouveaux propriétaires du secteur privé, les pouvoirs publics, un système financier solide et l'ensemble du marché des capitaux. La portée, le rythme et le coût de la restructuration des entreprises et des banques (et, dans une large mesure, le financement de ce coût) dépendent en fait des obligations actuelles qu'impliquent le service de la dette extérieure et de stricts ratios de fonds propres.

Le cadre de la restructuration. La restructuration des entreprises et du secteur financier prend du temps. Cependant, pour éviter une longue et inutile période d'incertitude et de faible croissance, les pouvoirs publics doivent s'attaquer plus résolument aux dysfonctionnements systémiques et, pour ce faire, aplanir les obstacles à la restructuration, faciliter la renégociation des dettes, à la fois formelle et informelle, et créer un cadre légal, réglementaire, comptable et institutionnel qui soit efficace.

Il conviendra donc d'abolir les dispositions fiscales qui entravent la réorganisation et la fusion d'entreprises, la con-

«La crise actuelle donne la possibilité de poser les bases d'une amélioration du gouvernement d'entreprise.»

version de créances en participations ou l'annulation des dettes, et celles qui restreignent l'entrée des étrangers dans le capital des entreprises et des banques du pays. Il faudra aussi supprimer la législation du travail et les autres lois et règlements qui pourraient empêcher la restructuration de la dette, et les procédures de règlement judiciaire inefficaces.

L'établissement de procédures de règlement judiciaire efficaces, pouvant être appliquées et contribuer à la restructuration de la dette nationale, est essentiel pour éviter que les entreprises non viables continuent d'absorber le crédit, pour maximiser la valeur des actifs à répartir entre les

créanciers et pour encourager créanciers et débiteurs à rechercher des règlements à l'amiable. Vu le coût et les risques inhérents à tout mécanisme de règlement judiciaire, si perfectionné soit-il, la mise en place d'un cadre facilitant des règlements à l'amiable rapides, équitables et acceptables est indispensable.

L'expérience a montré dans plusieurs pays que l'État peut jouer un rôle positif bien qu'informel dans la réorganisation de la dette en suivant ce qu'on appelle parfois l'«approche de Londres». Cette méthode, qui est utilisée au Royaume-Uni depuis 1989, a été conçue pour aider à réunir les créanciers et les débiteurs et pour faciliter les négociations. De nombreux pays d'Asie de l'Est ont adopté un cadre analogue, ou se préparent à le faire, afin de faciliter et d'encourager les réorganisations d'entreprises en faisant jouer de nouvelles procédures de règlement judiciaire, de manière à inciter les créanciers et les débiteurs à négocier.

La politique gouvernementale doit limiter la charge pesant sur le contribuable. La grande et la moyenne entreprise, qui seront probablement concernées au premier chef, ne devront recevoir aucune subvention directe ou indirecte. Une approche différente est nécessaire dans le cas de la petite et de la moyenne entreprise : puisque beaucoup d'entre elles n'ont qu'un accès limité aux crédits des banques et aux marchés des capitaux, il est important qu'existent des mécanismes leur permettant de refinancer leurs fonds de roulement et leurs crédits commerciaux.

Des mesures s'imposent aussi pour améliorer la concurrence dans le secteur privé. Parallèlement à la restructuration des entreprises, il faut s'employer à réprimer les pratiques anticoncurrentielles et les abus de pouvoir des grandes entreprises sur les marchés.

Le gouvernement d'entreprise. On a constaté dans d'autres pays que la gestion des entreprises s'améliore quand la divulgation progresse, que le pouvoir des initiés détenant de gros paquets d'actions est contenu, que la présence d'assez gros actionnaires extérieurs est importante et que le système financier est privé et concurrentiel. Des modifications de la législation sont nécessaires pour promouvoir ces réformes. En outre, dans les pays d'Asie de l'Est en crise, l'État se trouve en possession d'une masse considérable d'actifs (par l'intermédiaire de sociétés de gestion ou à la suite de la reprise de banques insolubles). Les pouvoirs publics doivent se dessaisir de ces actifs d'une manière qui incite à améliorer durablement

La restructuration en Indonésie

À la suite de la dépréciation rapide de la roupie indonésienne, presque toutes les entreprises du pays se trouvent dans la quasi-impossibilité d'assurer le service de leur dette extérieure et elles ne peuvent honorer leurs engagements intérieurs. La stratégie gouvernementale de restructuration des entreprises s'articule autour de trois axes : des mesures générales destinées à faciliter la restructuration, un nouveau processus de règlement judiciaire et une formule protégeant créanciers et débiteurs contre l'évolution des taux de change réels.

Accord de Francfort. En juin 1998, un accord est intervenu entre l'Indonésie et ses principaux créanciers bancaires sur trois points : ensemble de mesures destinées à réduire le risque de taux de change réel sur les paiements à la suite de la restructuration de la dette extérieure, plan de restructuration des dettes interbancaires et maintien des facilités de crédit commercial.

Initiative de Djakarta. Lancée en septembre 1998, l'Initiative a pour objectif de définir le cadre de négociations à

l'amiable et non discriminatoires avec les créanciers, étrangers ou non. Les créanciers sont encouragés à subordonner leurs créances à celles de créanciers disposés à accorder des financements intérimaires aux débiteurs fournissant des renseignements adéquats à leurs propres créanciers. La Jakarta Initiative Task Force, agence gouvernementale indépendante rassemblant des spécialistes confirmés des réorganisations d'entreprises, préparera des plans d'apurement des arriérés de dette des entreprises en vue d'aider aux restructurations et d'accélérer le processus d'approbation de tels plans. Au besoin, elle recommandera à un procureur d'engager au nom de l'intérêt public, comme il en a le droit, une procédure de règlement judiciaire à l'encontre des entreprises débitrices.

Réforme du règlement judiciaire. Le 20 août 1998, une révision exhaustive de la législation indonésienne du règlement judiciaire prenait effet, tandis que commençait à fonctionner une instance commerciale spéciale. La révision comporte

notamment des dispositions visant à assurer l'efficacité et la transparence de la procédure et à permettre la nomination de liquidateurs judiciaires et d'administrateurs choisis dans le secteur privé et chargés de gérer les biens des débiteurs; à renforcer la protection des biens des débiteurs, notamment contre les transactions d'initiés ou la fraude; et à limiter le droit des titulaires de créances garanties à faire saisir des garanties durant la procédure, mesure qui permet d'accroître les chances de réorganisation. La possibilité donnée aux créanciers d'engager la procédure de règlement judiciaire incite nettement à chercher à restructurer les dettes par la voie amiable. En outre, la loi permet à un débiteur de contraindre les créanciers en désaccord à participer à un plan de restructuration soutenu par la majorité de créanciers exigée. Certaines décisions initiales touchant au règlement judiciaire ont soulevé des controverses, et les efforts déployés en vue de renforcer les moyens du pouvoir judiciaire se poursuivent.

la bonne gestion et qui permette d'obtenir un juste prix, afin de réduire au minimum l'incidence financière pour le contribuable (et, par conséquent, d'alléger dans une certaine mesure le coût de la restructuration bancaire).

Les diverses conceptions de la restructuration

La Corée, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande ont adopté une conception qui facilite et encourage la restructuration d'entreprises, et elles ont commencé à lever les obstacles s'opposant à la réalisation de cet objectif. Les progrès effectués et le degré de participation de l'État ne sont pas identiques dans les quatre pays; ils dépendent notamment du pourcentage de la dette des entreprises que détiennent respectivement les banques du pays et les banques étrangères, du fait que les banques du pays ont ou non les reins assez solides pour s'engager dans une restructuration active et du secteur dans lequel se concentrent les créances douteuses (immobilier, matières premières ou secteur manufacturier). En Indonésie, les deux tiers de la dette des entreprises sont aux mains de banques étrangères privées, un tiers environ étant aux mains du secteur bancaire privé intérieur. En Thaïlande, les banques étrangères privées en détiennent environ la moitié, alors qu'en Corée et en Malaisie les banques du pays possèdent la majeure partie et environ 90 %, respectivement, de la dette des entreprises.

En Indonésie, les entreprises sont pour l'essentiel directement endettées envers des banques étrangères. La faiblesse des banques intérieures et de leur part de la dette des entreprises tend à indiquer que les banques étrangères joueront un rôle important dans le processus. La stratégie gouvernementale s'organise autour de trois axes : cadre facilitant les

restructurations volontaires, amélioration des textes régissant le règlement judiciaire et protection contre le risque de change dès lors qu'un accord de restructuration a été conclu (encadré 1). À l'appui de ce processus, les pouvoirs publics annulent les dispositions réglementaires faisant obstacle aux restructurations d'entreprises.

En Corée, davantage de banques étrangères ont prêté aux banques du pays, qui ont rétrocédé le produit de l'opération aux entreprises, en particulier aux *chaebols* (grands conglomerats manufacturiers), dont les ratios d'endettement étaient supérieurs ou égaux à 500 % en 1998. La stratégie exigera que l'on coordonne la réduction de l'endettement des entreprises et la restructuration des banques du pays et de leurs dettes extérieures (encadré 2). Ces banques souffrant de la faiblesse de leurs institutions, il leur est difficile de restructurer activement les puissants *chaebols*, aussi les pouvoirs publics contribueront-ils de manière importante à la restructuration.

En Malaisie, les entreprises sont presque exclusivement endettées envers les banques du pays, et de nombreuses créances douteuses résultent de prêts à l'immobilier et à l'infrastructure. Le problème de la dette est moins grave et le système juridique se prête mieux à la restructuration que ceux d'autres pays d'Asie. Avec un ferme soutien gouvernemental, les banques pourraient devenir les principaux moteurs des changements nécessaires pour restructurer.

En Thaïlande, la part de la dette étrangère est moindre qu'en Indonésie et les créances douteuses sont nettement concentrées dans l'immobilier. Les banques pourraient devenir le principal moteur du changement qu'exige la restructuration. Un comité placé sous la tutelle de la banque centrale assure la coordination. Les efforts déployés actuel-

lement pour réviser le règlement judiciaire soulèvent des polémiques, mais l'abolition des incitations, notamment fiscales, à ne pas restructurer progresse.

Conclusion

Dans les pays d'Asie de l'Est en crise, de nombreuses entreprises sont surendettées et font souvent partie de conglomerats contrôlés par de petits groupes; en outre, leur comptabilité est opaque, et des liens étroits les attachent à l'État et aux banques. La réorganisation de l'actif et du passif des entreprises s'impose si l'on veut que se développent des entreprises et un secteur financier compétitifs, que les crises réapparaissent moins souvent et que ces résultats soient obtenus à un coût réduit au minimum pour le contribuable. La Corée, l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande mettent en place des systèmes de restructuration dans lesquels l'État pourra jouer un rôle positif, encore qu'informel, afin de faciliter et d'encourager les changements nécessaires. La crise actuelle donne la possibilité de poser les bases d'une gestion améliorée de l'entreprise qui fera intervenir d'assez gros actionnaires extérieurs et qui encouragera la transparence, le renforcement des droits des actionnaires minoritaires, l'élargissement des marchés de capitaux et l'apparition de secteurs financiers solides. **F&D**

Lectures recommandées :

Banque mondiale, East Asia: The Road to Recovery (Washington, 1998).

Stijn Claessens, Systemic Bank and Corporate Restructuring (Washington, Banque mondiale, 1998).

Mark Stone, «Corporate Debt Restructuring in East Asia: Some Lessons from International Experience», document d'analyse et d'évaluation des politiques n° 98/13 du FMI (Washington, 1998).

Encadré 2

La restructuration en Corée

La politique coréenne de restructuration porte notamment sur l'application de réformes juridiques et réglementaires. Une commission de supervision financière (organisme indépendant chargé de restructurer les entreprises et les institutions financières) a été créée. La stratégie vise à privilégier la restructuration des cinq principaux *chaebols* — les autres étant encouragés à se réorganiser par eux-mêmes — et une assistance spéciale à la petite et à la moyenne entreprise.

Peu après l'arrivée du nouveau gouvernement, le Parlement a voté une série de textes destinés à modifier la législation et la réglementation dans un sens favorable à la restructuration des entreprises, textes qui prévoient notamment l'amélioration des normes de comptabilité et de divulgation.

Agissant sous les auspices de la commission de supervision, le gouvernement encourage les chefs de file des consortiums de prêt à rechercher d'abord une solution concertée aux problèmes des 59 autres principaux *chaebols*, dont la situation particulièrement préoccupante appelle une solution urgente. En effet, ces conglomerats manquent de ressources financières et de l'influence nécessaires pour se restructurer d'eux-mêmes, et le chômage s'accroîtrait vivement s'ils accusaient une forte insolvabilité. Un comité de coordination de la restructuration a été créé pour jouer le rôle d'arbitre. Le gouvernement s'efforce d'établir la capacité de restructuration des banques et il est engagé dans de laborieuses négociations avec les cinq plus grands *chaebols* au sujet de leurs propres plans de restructuration.



M. Magdi Iskander est Directeur et Président, Commission technique du secteur du Département Développement du secteur privé à la Banque mondiale.



M. Gerald Meyerman est le Chef du Groupe restructuration et gouvernance d'entreprises du Département Développement du secteur privé à la Banque mondiale.



M. Dale F. Gray, qui a travaillé précédemment au Département Europe II et au Département des finances publiques du FMI, est économiste principal au Département Développement du secteur privé à la Banque mondiale.



M. Sean Hagan est Conseiller juridique assistant au Département juridique du FMI.