



# La **renégociation** financière des entreprises en **difficulté**

**Ce travail se fixe pour objectif de mieux cerner les déterminants-clés capables d'influencer la renégociation des contrats financiers pour les entreprises en difficulté. Il en ressort que les caractéristiques intrinsèques de la firme, le design des contrats financiers et les relations que l'entreprise entretient avec les banques sont des éléments essentiels dans la réussite de ces opérations de restructurations.**

**L**a théorie financière s'est considérablement enrichie ces dernières années et plus particulièrement sur les problèmes liés à la difficulté financière. De très nombreux travaux se sont fait jour. Il en ressort d'une part, que la notion de difficulté financière est plurielle et d'autre part, que le problème de la renégociation financière est crucial dans un univers où l'information est asymétrique<sup>1</sup>.

L'objectif de cet article est d'analyser les déterminants qui influencent la renégociation financière des entreprises en difficulté<sup>2</sup> avec les créanciers et plus particulièrement les créanciers bancaires. Cette définition fait

1. Si l'on considère la relation prêteur-emprunteur à une relation d'agence, on peut considérer alors, à l'instar de Pallas (2000, p. 38) que : « prêteur et emprunteur ne sont pas égaux face à l'information (...). En effet, au moment de délivrer à l'entreprise un financement par crédit, le créancier financier ne peut anticiper le comportement futur du dirigeant ». Cette asymétrie d'information *ex-post* n'est pas unique. En effet, lorsque l'emprunteur se trouve dans l'incapacité d'observer les caractéristiques du prêteur, on se situe alors dans une asymétrie *ex-ante* (sélection adverse).

2. Au sein de la littérature, la notion de difficulté financière est reprise sous plusieurs dénominations. On parle indifféremment de « stress financier », de « difficulté financière » ou de « détresse financière ». Au sein de ce papier nous considérerons ces termes comme équivalents.

ressortir deux concepts qu'il convient de circonscrire immédiatement : la difficulté financière et la renégociation.

À partir de là, il paraît nécessaire, pour l'ensemble de la suite de notre propos de s'engager dans une définition de la difficulté.

La notion de difficulté est très difficile à appréhender. On peut considérer qu'il existe un certain nombre de cas dans lesquels on peut considérer que des entreprises sont « en difficulté ». La définition à retenir doit être suffisamment large pour prendre en compte les différentes formes du phénomène. On peut se raccrocher à la définition juridique, à savoir qu'est en difficulté toute entreprise qui tombe sous le coup d'une cessation de paiement<sup>3</sup>.

Si cette définition prend effectivement en compte que l'entreprise ne peut plus faire face à ses engagements, elle reste restrictive en ce sens que les difficultés préexistaient bien avant le redressement judiciaire. C'est la raison pour laquelle on se doit de considérer la difficulté comme une situation de faiblesse, de tension ou de stress. On peut par extension définir la difficulté comme

une situation durant laquelle l'entreprise connaît des problèmes de trésorerie<sup>4</sup>. Bien qu'ici la perspective soit élargie (on ne se cantonne pas à la situation de redressement judiciaire), la définition apportée est insuffisante parce qu'elle ne tient pas compte des facteurs qui peuvent être à l'origine des problèmes de trésorerie rencontrés.

À partir de là, on peut considérer la difficulté comme une perte totale ou partielle de la capacité de l'entreprise. Cette perte traduisant la faiblesse de l'entreprise dans son environnement. Cette définition a le mérite de rendre compte de dualité de la difficulté. Elle peut être de type publique, l'entreprise est alors en situation de redressement judiciaire, ou également de type privé (c'est-à-dire que la difficulté ne s'exprime pas alors dans le cadre légal). Si, de façon très générale, l'on définit la difficulté financière comme une situation de tension, on peut alors mettre cette notion en rapport avec la capacité d'endettement (Donaldson, 1961). Comme le soulignent Lévasseur et Quintart (2000), la difficulté financière, donnée physique non complètement observable<sup>5</sup>, serait

3. Une société en France est considérée comme en cessation de paiement quand elle se trouve dans l'impossibilité de faire face au passif exigible avec son actif disponible (article L. 3.1).

4. À partir de là l'AISG (Accountants International Study Group) a retenu deux types d'indicateurs susceptibles de traduire des situations effectivement, ou potentiellement, difficiles : d'une part, celles se centrant autour de la notion de trésorerie et d'autre part, celles liées à l'évolution de l'entreprise ou à l'environnement macroéconomique. On retrouve parmi les premières, les problèmes classiques concernant la rotation des stocks, l'insuffisance du fonds de roulement, l'aggravation du rapport entre les dettes et les fonds propres... Les secondes, sont, par définition, plus hétérogènes que les premières, puisqu'elles vont de l'absence de remplacement de façon satisfaisante d'un homme-clef dans l'équipe de direction à l'impact des changements politiques brutaux affectant une (ou plusieurs) filiale(s) du groupe, en passant par les effets de mise en application d'une législation sur l'environnement, ou la venue de catastrophes naturelles. Quel que soit le cas envisagé, il s'agit toujours de difficultés qui entraînent, ou risquent d'entraîner, lorsqu'elles sont prévisibles, des problèmes de trésorerie. Il paraît donc logique de chercher à connaître les signes avant-coureurs des premières si l'on entend apporter une solution aux questions posées par l'existence des seconds. Notons enfin, que si le choix de l'AISG est par essence limité mais il a au moins le mérite de mettre en avant le problème de trésorerie. Cet élément est crucial pour la survie de la firme car il conditionne l'élément essentiel du développement : l'investissement.

5. Les causes de la difficulté financière peuvent tenir dans trois principaux facteurs : l'importance des charges d'intérêts, la faible performance opérationnelle – comparativement aux autres firmes du secteur –, ou encore la récession économique – ou au sein d'un secteur industriel –. Il est difficile de savoir quelle cause prédomine. Au sein d'une étude empirique, Asquith, Gertner et Sharfstein (1994) mettent en évidence que c'est la faible performance opérationnelle qui est la cause la plus fréquente de la difficulté financière. Par ailleurs, ils montrent que les différentes causes loin de s'exclure, s'enrichissent et se « nourrissent » les unes les autres.

alors le moment où la capacité de l'endettement de l'entreprise serait atteinte voire dépassée (voir tableau 2, p. 45). L'avantage de cette définition tient dans sa généralité. L'inconvénient tient dans sa mesure. On peut alors dire qu'il existe autant de situations de difficulté financière qu'il existe d'entreprises. Néanmoins, nous nous attachons à cette définition car elle permet de prendre en compte l'ensemble des travaux (et mesures) empiriques ayant trait à ce thème.

La renégociation ne doit pas se confondre avec la restructuration. En dépit des très nombreux travaux engagés sur le thème de la restructuration (Gilson *et al.*, 1990; John *et al.*, 1992; Mulherin et Boone, 2000), il n'existe pas de consensus définitif sur cette notion. Cela peut s'expliquer par le fait que la restructuration est un phénomène complexe aux multiples dimensions. Dans le prolongement de Bowman *et al.* (1998), on peut considérer que la restructuration recouvre un large éventail de transaction qui comprend la vente de divisions, le rachat d'autres entités (redéploiement du portefeuille d'activités de la firme), le changement de la structure du capital ou de l'organisation de la firme (dont l'objectif est de rendre l'organisation plus efficiente).

À partir de là, on peut considérer que la restructuration passe par une renégociation et une adaptation. Cette adaptation fait appel à de nombreuses techniques dont les unes sont plus spécifiquement financières (renforcement du haut de bilan et/ou réduction des dettes), alors que d'autres visent à améliorer la productivité et ont pour point

d'application l'organisation interne de l'entreprise et/ou sa reconfiguration, son mode de fonctionnement, ses produits, sa recherche-développement et ses effectifs.

Si l'on se place dans l'optique de Jensen et Meckling (1976), la firme peut être considérée comme un nœud de contrats. Ces contrats représentent les droits de chacune des parties aux différents cash-flows générés par les actifs de la firme. Ce cadre théorique apparaît alors comme pertinent pour définir la renégociation. Cette dernière peut être appréhendée comme le processus par lequel la firme change et adapte les termes de ses contrats avec les différentes parties prenantes.

Notre propos ne se situe pas dans le cadre du redressement judiciaire, où les conditions de renégociation sont subordonnées à des règles formelles, mais en amont. On parlera alors de renégociation privée (Gilson *et al.*, 1990). Ces auteurs définissent la renégociation de la dette comme une transaction dans laquelle un contrat de dette est remplacé par un nouveau contrat de dette avec au moins une des conséquences suivantes: le taux d'intérêt ou le paiement du principal est réduit, l'échéance de la dette est prolongée, les garanties sont modifiées ou encore les créanciers reçoivent des titres de la firme. L'intérêt de ce type de renégociation est qu'elle permet d'éviter la faillite génératrice de coûts<sup>6</sup>. Quels sont alors les déterminants ou les facteurs qui guident cette renégociation? À quoi sa réussite est-elle subordonnée?

En effet, si de nombreux travaux traitent de la renégociation financière, peu s'intéressent

6. En effet, en se fondant sur les statistiques du Conseil national du crédit, Malécot (1992) constate que les banques ne recouvrent que 40 % de leurs créances.

aux renégociations privées. Ce type d'action a le mérite d'essayer de traiter les problèmes en amont. Notre travail ne s'adresse pas exclusivement aux chercheurs en finance. Il est également adressé aux professionnels. Nous essayons de déterminer les actions capables de permettre aux entreprises en difficulté de rééquilibrer leur structure financière et leur performance. L'objectif pour les professionnels apparaît évident. Leur objectif est de mieux cerner les éléments capables de leur permettre de surmonter les difficultés auxquelles ils pourraient avoir à faire face. Signalons enfin, que notre propos se concentre plus particulièrement sur les relations entre les grandes entreprises et leurs créanciers bancaires car, d'une part, ils sont, le plus souvent, un des principaux bailleurs de fonds des entreprises (la dette obligataire ne concernant qu'un faible nombre d'entreprises et quasiment jamais les PME ; Alphonse *et al.*, 2004), et d'autre part, leur connaissance des firmes avec lesquelles ils sont en relation leur permet une renégociation plus aisée des contrats.

Notre travail s'organise comme suit. Dans une première partie nous montrons que les caractéristiques de la firme sont des déterminants essentiels à la renégociation financière. Dans une seconde partie nous traitons des déterminants de la renégociation financière bancaire sous le double angle des contrats financiers et des caractéristiques des créanciers.

## **I. – LA RENÉGOCIATION EST GUIDÉE PAR LES CARACTÉRISTIQUES DE LA FIRME**

Se donner pour objectif d'étudier la renégociation des contrats nécessite obligatoirement de s'intéresser aux variables susceptibles de venir influencer les termes et

l'issue de cette renégociation. En d'autres termes, nous cherchons à mieux cerner les conditions susceptibles de permettre une issue favorable à la renégociation de la dette. Nous nous focalisons ici sur les caractéristiques de l'entreprise et sur sa position au sein de son environnement.

### **1. La renégociation privée est guidée par les caractéristiques propres à la firme**

De très nombreuses variables peuvent qualifier une entreprise. Il est difficile de les prendre toutes en considération. C'est pourquoi, reconnaissant le caractère non exhaustif de notre propos, nous nous intéressons plus particulièrement au degré de spécificité des actifs et à la structure de l'actionnariat.

#### *La valeur et le degré de spécificité des actifs*

La renégociation de la dette est conditionnée par la valeur et le degré de spécificité des actifs (Williamson, 1988).

La notion de valeur peut trouver sa source dans la revente des actifs. Si ces derniers ont une faible valeur de revente, les créanciers (bancaires ou non) n'ont aucun intérêt à s'engager dans une procédure de redressement judiciaire. En effet, ils ne pourront pas espérer recouvrer la totalité de leurs créances.

La spécificité des actifs peut également venir influencer le comportement des créanciers. En effet, par définition la spécificité d'un actif le rend plus difficile à la revente sur le marché secondaire. Il est alors malaisé de trouver un acquéreur susceptible de racheter l'actif. Cette situation est d'autant plus marquée dans deux situations. La première lorsque l'on se trouve dans un secteur en difficulté où les concu-

rents n'ont pas les moyens de racheter ces actifs (Shleifer et Vishny, 1992). La seconde tient dans le caractère oligopolistique du secteur. Dans ce cadre, le nombre d'acheteurs potentiels est restreint et il sera alors d'autant plus difficile de céder l'actif à un bon prix (Opler et Titman, 1994). L'acheteur est ici dans une position tellement favorable qu'il fera une énorme pression à la baisse du prix proposé par le vendeur.

### *La structure de l'actionnariat*

L'influence de la structure d'actionnariat sur la renégociation de la dette a été mise en évidence par Bethel et Liebeskind (1993). Au sein d'une étude empirique portant sur un échantillon de 93 firmes américaines, les auteurs montrent que la structure de l'actionnariat influe sur les termes de la restructuration financière. Les auteurs distinguent trois groupes d'actionnaires : les actionnaires-dirigeants, les actionnaires principaux (c'est-à-dire détenant plus de 5 % des actions) et les actionnaires institutionnels. Ces actionnaires, conformément à la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), devraient être actifs car toute dégradation des performances de l'entreprise leur serait fortement préjudiciable. Ainsi, la structure de l'actionnariat pourrait jouer favorablement sur la recherche de solutions dans le cadre d'une restructuration. Les résultats auxquels ils parviennent montrent que la probabilité de restructuration (et plus particulièrement de restructuration financière) est associée positivement et significativement avec la concentration de l'actionnariat. En d'autres termes, la renégociation est facilitée par l'existence d'actionnaires de référence. En France, un autre élément doit être pris en considération. En effet, comme

le soulignent Carmatti et Paquerot (2000) une des spécificités françaises tient dans l'importance de la présence des élites dans les grandes entreprises françaises. Ces élites, à la grande proximité culturelle (anciens élèves de Polytechnique (X) et de l'ENA) occupent 50 % des postes de P-DG (avec respectivement 23 % pour l'ENA et 27 % pour l'X). Ceci n'est pas anodin. On peut alors penser qu'en situation de difficulté les liens relationnels vont également jouer sur l'issue et les termes de la restructuration.

Le tableau 1 ci-après reprend de façon synthétique l'influence des caractéristiques de la firme sur la probabilité de réussite d'une restructuration financière.

## **2. La renégociation est guidée par l'importance des liens sociaux noués par l'entreprise**

Si l'on se réfère à la simple et pure logique marchande, la renégociation se fait en fonction du rapport coût/avantage. La renégociation privée sera préférée à chaque fois qu'elle permettra de retirer un bénéfice plus important qu'une liquidation.

Cependant cette logique marchande doit être nuancée à la lumière de la notion d'encastrement mise en évidence par Granovetter (1985). Dans ce cadre, sans nier que le calcul économique reste prégnant, l'auteur souligne que toute décision doit être considérée à l'intérieur d'un contexte social.

Si des liens d'intérêts voire d'amitié existent au sein des conseils d'administration (en particulier en France avec l'existence de liens forts entre les dirigeants issus des grands corps de l'État), ils existent également à tous les niveaux. Ainsi un banquier et son client peuvent nouer des relations qui

**Tableau 1**  
**FACTEURS INFLUENÇANT LA RÉUSSITE**  
**D'UNE RESTRUCTURATION FINANCIÈRE**

Caractéristiques de la firme	Impact sur la restructuration financière	Études empiriques
Intangibilité des actifs	Plus le degré d'intangibilité des actifs est fort, plus la renégociation financière a de chances de réussir	Gilson, John et Lang (1990)
Structure de l'actionnariat	La restructuration financière est associée positivement à la concentration de l'actionnariat	Bethel et Liebeskind (1993)
	Le système des élites français doit influencer sur les restructurations	Carminatti et Paquerot (2000)

vont bien au-delà de la simple relation d'affaires. Ces liens sont le fruit d'un faisceau de causes et activités communes (études supérieures similaires, communauté d'esprit, etc.). Cette proximité crée une relation privilégiée qui amène le débiteur à penser que le créancier le soutiendra en cas de difficulté<sup>7</sup>. Cette argumentation rejoint les travaux de Boltanski et Thévenot (1991) sur les économies de la grandeur. Dans leurs travaux les auteurs cherchent à rendre compte des différents modes de coordination entre les acteurs. En d'autres termes, ils s'interrogent sur les vecteurs sur lesquels reposent le contrat social. À ce stade, règles, conventions ou normes sont autant d'éléments capables d'expliquer le soutien d'un créancier envers son débiteur alors même que les éléments objectifs montrent une situation irrémédiablement compromise. Finalement les éléments subjectifs se substituent aux éléments « objectifs » et quantitatifs.

À ce niveau, il faut alors s'interroger sur les autres déterminants capables d'expliquer la renégociation financière à savoir: les contrats de crédit (et cela du point de vue de leur nature, de leur taille et de leur nature) et la relation prêteur-emprunteur (et plus spécifiquement la relation banque entreprise).

## II. – LA RENÉGOCIATION EST DÉTERMINÉE PAR LES CARACTÉRISTIQUES DES CONTRATS ET DES CRÉANCIERS

Dans cette partie, nous nous attachons à montrer que la renégociation est guidée par les caractéristiques des contrats de crédit et par la relation banque-entreprise – elle-même mettant en relief des facteurs psychologiques.

7. À ce titre, il est intéressant de noter que le changement brusque de l'attitude d'un banquier vis-à-vis de son débiteur peut conduire à des situations de crise grave. Le débiteur ne comprend pas ce revirement d'attitude et est alors complètement déstabilisé par le nouveau rapport qui s'établit entre lui et son banquier. Incrédule, il ne comprend plus la situation et de fait cette situation rend les possibilités de redressement impossibles.

## 1. La renégociation est guidée par les caractéristiques des contrats de crédit

Un contrat selon Brousseau (1993, p. 7) est : « une structure de régulation articulant des procédures de contrôle, un mécanisme de direction et un système d'incitations au respect des termes du contrat ». Plus spécifiquement, plusieurs éléments caractérisent un contrat de crédit. Le type, l'existence de garanties ou encore les clauses sont autant d'éléments capables d'expliquer les comportements des prêteurs vis-à-vis de leurs emprunteurs.

*Le maturité (à court et à long terme) et la nature de la dette (bancaire ou obligataire)*

L'objet de notre propos portera ici sur la maturité de la dette et sur sa nature.

Concernant la maturité de la dette, il ne s'agit pas ici de discuter de l'impact de la maturité de la dette sur la valeur de la firme (Flannery, 1986) mais de comprendre les avantages et les inconvénients de la dette à court terme (DCT par la suite) comparativement à la dette à long et moyen terme (DLMT par la suite).

L'utilisation de la DCT peut trouver sa source au travers d'avantages qui ont été mis en évidence par Diamond (1991). En effet, ce dernier montre que le choix de l'utilisation de la DCT peut aider la firme à développer son capital réputationnel auprès des intermédiaires financiers. En effet, contrairement à la DLMT, la DCT est exigible plus fréquemment. Le fait pour l'emprunteur de pouvoir honorer sans problème ses engagements lui permet d'une part, de confirmer sa solvabilité (et au-delà d'entre-

tenir des relations privilégiées avec sa banque) et d'autre part, de pouvoir ensuite « aller chercher » de la dette sur le marché. Plus explicitement la dette « interne » facilite l'émission de la dette « externe » (Fama, 1985). En définitive, la firme a tout intérêt à acquérir une certaine réputation auprès des intermédiaires afin de faciliter, voire de justifier, sa présence sur le marché financier.

Néanmoins, pour une entreprise en difficulté, cet avantage est contrecarré par l'inconvénient majeur de la DCT : son exigibilité plus fréquente. Ainsi le processus de renouvellement des crédits associés au caractère à court terme de la dette conduit à une pression plus forte des créanciers sur les décisions prises par les dirigeants (Diamond, 1993 ; Gertner et Sharfstein, 1991).

Concernant la nature de la dette, il convient de faire une distinction entre dette obligataire et dette bancaire. Plusieurs auteurs (Gilson *et al.*, 1990 ; Smith et Warner, 1979) ont montré que le choix d'un type de dette relevait directement de la problématique du risque<sup>8</sup>. En effet, dans la mesure où la dette bancaire est monolithique, il y aura peu ou pas de problèmes de coordination entre les différents créanciers (Gilson *et al.*, 1990 ; Smith et Warner, 1979). À l'inverse le financement obligataire ne présente pas cette caractéristique. Les créanciers sont multiples et disséminés ce qui rend les problèmes de coordination très importants. En effet, la concentration du nombre de prêteurs présente en particulier l'avantage, lorsque les difficultés sont mises à jour, de réduire les problèmes de coordination susceptibles d'empêcher une restructuration

8. On ne développera pas ici l'argument de recherche de réputation. Le lecteur intéressé pourra se référer à Diamond (1984 et 1991).

efficace de l'endettement (Gilson, 1997). La flexibilité du contrat bancaire apparaît de façon patente dans le cas des entreprises en difficulté. À ce titre l'étude de Gilson *et al.* (1990) met en évidence que que la probabilité d'une renégociation privée est plus importante lorsque la dette est de nature bancaire<sup>9</sup> en raison de sa flexibilité.

Dans le prolongement de ce raisonnement, Rajan (1992) et Berlin et Mester (1992) signalent une relation positive entre le risque de la firme et l'utilisation de la dette directe (obligataire). L'argumentation des auteurs est la suivante. Si une entreprise envisage des difficultés à venir, elle voudra se donner la capacité de pouvoir y faire face. Par ses caractéristiques décrites plus haut la dette bancaire est plus renégociable et sera préférée à la dette directe. En d'autres termes, le choix entre la dette bancaire et la dette directe est un indicateur du risque de la firme. Les entreprises risquées préféreront la dette bancaire, alors que celles qui ne le sont pas s'orienteront vers la dette directe.

*Les garanties : facteurs favorisant la renégociation privée pour les uns et signaux pour les autres*

Il est légitime de penser que l'existence de garantie ou de sûreté va influencer le créancier dans sa volonté ou non de renégocier. En effet, le fait d'être garanti, *ceteris paribus*, est une assurance de recouvrer plus facilement sa créance en cas de liquidation. La garantie donne à son détenteur le droit d'être réglé avant tous les autres créanciers à l'exception du superprivilège des salaires,

de la Justice et du Trésor. Par conséquent, on peut considérer que l'existence de nombreuses garanties ne favorise pas la renégociation privée.

Dans le prolongement de cette idée, Fisher et Martel (1994) montrent, au sein d'une étude empirique portant sur 338 entreprises canadiennes en faillite, que les créanciers non garantis (essentiellement les fournisseurs) adhèrent plus facilement à un plan de restructuration (d'une entreprise en cessation de paiement) lorsque celui-ci a déjà été approuvé par les créanciers garantis (en particulier les banques). L'effet est d'autant plus marqué que les créanciers non garantis sont nombreux et de petite taille et que le montant de la dette garantie est important. Par ailleurs, leur étude met en évidence que la probabilité d'acceptation d'une proposition de réorganisation augmente avec la proportion des paiements comptants faits aux créanciers. L'utilisation des paiements comptants est interprétée comme un signal de la viabilité de la firme.

*Les clauses comme facteurs limitant le risque d'opportunisme des débiteurs*

Dans une étude de 1979, Smith et Warner soulignent que les contrats (et spécialement les contrats bancaires) peuvent être assortis de clauses. Ils distinguent les clauses positives (par exemple, l'obligation de maintenir un niveau de fonds de roulement minimal) et clauses négatives (par exemple, une restriction du montant des dividendes). Quelles soient « positives » ou « négatives », ces clauses ont un objectif commun, celui de donner à son détenteur un moyen de pression sur le débiteur. Cette idée est

9. Néanmoins, Asquith *et al.* (1994) montrent qu'il n'y a aucune relation significative entre le pourcentage de dette détenue par la banque et les termes de la restructuration.



reprise par Berlin et Mester (1992) qui considèrent que ces clauses<sup>10/11</sup> agissent comme des épées de « Damoclès » sur les débiteurs.

En l'occurrence dans le cadre de la renégociation, l'existence de clauses renforce la position du créancier. La violation d'une ou de plusieurs clauses par le débiteur peut amener le créancier (et spécialement le banquier) à demander l'exigibilité immédiate du prêt. Si cette possibilité de se faire rembourser est possible, elle doit néanmoins être utilisée avec prudence. Cependant, le banquier doit se garder d'une attitude trop radicale. En effet, sa sévérité lui donne une réputation de créancier féroce et peut inciter des entreprises à ne pas contracter avec lui de peur des représailles qui sont engagées aux premiers signes de difficulté.

## 2. La renégociation est guidée par le lien banque-entreprise

La relation que la banque entretient avec son client est un facteur influençant la renégociation. Ce lien banque-entreprise peut se matérialiser de plusieurs façons. Il peut se matérialiser au travers de la nature de la relation bancaire ou de son intensité.

### *La nature de la relation bancaire*

Le lien banque-entreprise, s'il est un élément essentiel à la compréhension de notre propos (Nakamura, 1999), n'est pas le même selon les pays. Aux États-Unis, la législation bancaire est ancienne (le Glass-Steagall Act de 1933<sup>12</sup> et le Mac-Fadden Act de 1927). Cette législation est restrictive et s'explique par le contexte de son adoption (grande crise économique de 1929). Par conséquent, l'attitude des banques à l'égard des entreprises en difficulté est largement dictée par les mesures de restructuration engagées par l'entreprise. En d'autres termes la renégociation financière sera facilitée par l'adoption préalable de mesures opérationnelles (réorganisation, licenciements, réductions des coûts, etc.).

En revanche, des systèmes comme ceux du Japon (*kereitsu*) influent sur le traitement des entreprises en difficulté. En effet toute entreprise membre d'un *kereitsu*<sup>13</sup> entretient des relations de proximité avec la banque principale. Cette situation a des conséquences en matière de difficultés financières. À cet égard, un travail empirique intéressant a été réalisé par Kang et Shivdasani (1997). Ces auteurs comparent

10. La littérature financière parle de *covenant*.

11. Dans un travail récent Bharadwaj et Shivdasani (2003) s'intéressent aux clauses existantes dans les contrats de prêts utilisés pour le rachat d'entreprise. Ils distinguent deux grands types de clauses : les causes restrictives et financières. Pour les auteurs (p. 138) les clauses restrictives portent sur : « structure of tender offer or merger to be satisfactory by bank, no adverse change business of acquirer, no adverse change of business of target, no adverse change in debt market conditions, mandatory prepayment of debt required, restrictions of mergers, restrictions of capital expenditures, restriction on dividends and share repurchases, restrictions on asset sales, restrictions on change in line of business, interest rate risk management required, restrictions on prepayment of other debt, restrictions of incurring additional debt, restrictions of modifying debt of existing instruments, limitations on liens, limitations on operating leases, conform to schedule for providing information on covenant compliance and target to rescind poison pill ». Les clauses financières portent sur : « covenants on leverage ratio, covenant on interest coverage, covenant on fixed charge coverage, covenants on net worth and covenants on EBITDA ».

12. Le 12 novembre 1999 la réforme du Gramm-Leach Biley Act a été adoptée. Une de ses principales nouveautés tient dans la création de FHC (Financial Holding Company) qui pourront détenir des banques, des maisons de titres ou des compagnies d'assurance.

13. Un *kereitsu* est un ensemble de firmes qui sont regroupées autour de banques et d'institutions financières affiliées.

92 entreprises japonaises à 114 entreprises américaines ayant connu des difficultés de 1985 à 1990. Ils constatent que les firmes nippones recourent moins souvent à la liquidation que les firmes américaines (23 % contre 50 %). Ce résultat peut s'expliquer par le lien banque-entreprise. Pour pallier les difficultés, les banques japonaises ont souvent tendance à abaisser les taux d'intérêt ou à rééchelonner la dette ce qui contraste avec la pratique américaine.

### *L'intensité de la relation bancaire*

#### La relation bancaire

De façon générale, les relations de clientèle entre un établissement bancaire et son client se définissent comme des relations de long terme plus ou moins denses. Depuis Rajan (1992) et Petersen et Rajan (1994), une très nombreuse littérature s'est penchée sur le rôle et l'influence de l'intensité de la relation bancaire sur le taux et la disponibilité du crédit. On peut citer d'Auria *et al.* (1999) ou encore Ferri et Messori (2000) pour l'Italie, Petersen et Rajan (1994) et Cole (1998) pour les États-Unis, Harhoff et Körting (1998) et Elsas et Krahn (1998) pour l'Allemagne. De toutes ces études, il ressort – quel que soit l'indicateur d'intensité choisi (durée de la relation, volume de ligne de crédit ou encore nombre de banques pour ne citer que celles qui reviennent le plus souvent) – d'une part, que l'intensité de la relation n'a que peu d'effet sur les taux d'intérêt et le coût du crédit et

d'autre part, que cette intensité de relation peut bénéficier aux firmes au travers de la disponibilité accrue du crédit. La richesse de la littérature existante suggère donc que l'intensité de la relation bancaire, en particulier par le biais de la disponibilité du crédit, influence la renégociation privée de la dette<sup>14</sup>.

#### Le facteur humain

Si la logique économique marchande est parfaitement claire et préconise que la renégociation doit être subordonnée à des critères objectifs, elle peut néanmoins être non respectée. Pour le comprendre on peut s'appuyer sur l'escalade de l'engagement telle que définit par Brockner (1992). Pour Brockner (1992) une situation d'escalade nécessite quatre conditions : des prises de décision répétées, des informations négatives sur les résultats passés, une incertitude et une liberté de suivre ou d'arrêter son implication dans un projet. Ce cadre fournit une explication convaincante des attitudes d'un banquier vis-à-vis de son débiteur. Même si le créancier s'aperçoit de la dégradation de la situation du débiteur, il va néanmoins persister dans son jugement pour ne pas reconnaître son erreur et au-delà perdre la « face ». Le créancier va chercher à rationaliser sa décision en considérant que la renégociation n'est pas nécessaire et avancera des raisons susceptibles de le rassurer et de justifier de sa position vis-à-vis de sa hié-

14. Un élément à prendre en considération est le contexte dans lequel se fait l'opération. Comme le souligne Pallas (p. 335-336) la compréhension du contexte de la relation bancaire offre un cadre utile pour saisir les aspirations propres des banques et de leurs représentants. Ainsi, dans la phase d'entrée en relation avec une entreprise, la crédibilité de la banque reste à faire (surtout si c'est une banque locale), elle se sent obligée d'accepter les conditions de l'entreprise. Au fur et à mesure que la crédibilité de la banque se renforce, elle entreprend une stratégie de renégociation. En d'autres termes, le rapport change et la banque fait de plus en plus pression sur l'entreprise pour ne pas tout accepter (exigences envers l'entreprise pour que celle-ci lui donne des flux à la hauteur des crédits consentis).

rarchie<sup>15</sup>. Par cette attitude, il montre un besoin d'autojustification.

En cherchant coûte que coûte à ne pas se remettre en cause, la banque ne va pas chercher à renégocier et s'engagera plus avant dans la relation de crédit. Implicitement le calcul du créancier est le suivant : « Si j'accepte d'aider le débiteur celui-ci pourra peut être surmonter ses difficultés et au-delà cela me permettra de recouvrer l'ensemble de ma mise de fonds. »

Cette attitude rejoint le modèle PAM (*Pain Avoidance Model* ou modèle d'évitement de la punition) développé par Jensen (1994). En souhaitant éviter les problèmes associés à la reconnaissance de leurs erreurs, les individus se mettent dans une position qui les place dans une situation bien plus délicate que s'ils avaient reconnu leurs erreurs immédiatement. Cette attitude est très préjudiciable pour l'ensemble des parties en présence. Pour la banque, elle peut conduire dans les cas les plus graves à être poursuivie en soutien abusif et peut nuire à la réputation de son expertise. Pour les partenaires de l'entreprise, cette attitude est coûteuse car, s'ils se réfèrent à l'attitude de la banque, ils peuvent continuer à entretenir une relation d'exploitation dont l'issue est incertaine. Enfin, cette attitude peut augmenter les difficultés de la firme et les rendre, à terme, insurmontables.

## CONCLUSION

L'objectif assigné à ce papier était d'appréhender les déterminants capables d'expliquer la renégociation financière des entreprises en difficulté.

Au terme de ce travail, outre que la notion de difficulté est plurielle, il ressort que la renégociation, c'est-à-dire, l'acte par lequel les parties prenantes vont chercher à modifier le contrat dans un processus de restructuration présente un grand nombre de facettes. De ce propos, les déterminants susceptibles d'expliquer les succès (ou échecs) de la renégociation financière pour les entreprises en difficulté tiennent dans les caractéristiques des acteurs : la firme et les créanciers.

Si les chances de succès de la renégociation avec les créanciers sont inversement proportionnelles à la spécificité des actifs et à la dispersion de l'actionnariat, elles sont en revanche proportionnelles à « l'encastrement » (pour reprendre le terme de Granovetter) de l'entreprise au sein de son milieu local.

Par ailleurs, les caractéristiques des contrats et des créanciers peuvent éclairer la renégociation financière des entreprises en difficulté. En nous plaçant dans un cadre d'asymétrie informationnelle, il apparaît que la nature de la dette et ses liens avec ses créanciers et plus particulièrement ses banques sont deux déterminants majeurs de la réussite d'une renégociation privée. La dette bancaire, en raison de ses caractéristiques, facilite la renégociation de par son caractère monolithique. Il ressort donc que le contrat obligataire est révélateur d'un risque plus faible que le contrat bancaire. En nous focalisant ensuite plus particulièrement sur les contrats de crédit bancaire, nous avons cherché à évaluer l'influence des caractéristiques de la relation banque-entreprise sur la renégociation privée. Il ressort que si une

15. Le plus souvent le créancier attribuera les écarts négatifs observés à des causes extérieures (peu ou pas prévisibles) et non à ses propres erreurs de jugement.

relation de long terme est un facteur permettant d'entreprendre plus facilement une renégociation, d'autres facteurs tels que le facteur humain peut amener à des solutions économiques sous-optimales (théorie de l'escalade). L'ensemble de la réflexion engagée met en évidence que de très nombreux éléments jouent et interagissent dans le cadre d'une renégociation privée. Plus généralement cet article a mis en évidence les nombreuses avancées susceptibles de rendre compte des facteurs pouvant influencer la renégociation privée des contrats financiers. Cependant, de nombreuses questions restent en suspens et seront, sans nul doute, l'occasion de futures recherches qui permettront une meilleure compréhension d'une réalité complexe.

### **Les indicateurs représentatifs de la difficulté financière**

#### *Les indicateurs financiers*

Les chercheurs en gestion ont tenté depuis longtemps d'apporter une définition au concept de difficulté financière. Les premiers travaux qui ont tenté de qualifier la difficulté financière<sup>16</sup> l'ont assimilée à la situation de redressement judiciaire (Altman, 1968, 1984; Collongues, 1977; Conan et Holder, 1979; Declerc *et al.*, 1992; Datta et Iskandar-Datta, 1995). Progressivement, des auteurs tels Gilson (1989), Wruck (1990) ou encore Denis et Denis (1995) ont affiné la définition de ce concept et ont montré que la difficulté

financière précédait la défaillance. Cela étant, la définition la plus riche est celle apportée par Wruck (1990). L'auteur dépasse le constat traditionnel et fait remarquer que la difficulté financière amène toujours à une renégociation. Wruck (1990) montre le caractère pluriel de la notion et insiste sur les réactions des partenaires de la firme. En effet, ces derniers, de crainte de ne pas voir leurs contrats honorés, ne vont pas rester inactifs et vont essayer de trouver des solutions capables de leur faire recouvrer leurs créances.

Dans le prolongement de ces travaux dont en particulier ceux de Wruck (1990) ou d'Opler et Titman (1994), on peut considérer que la défaillance n'est pas un événement brutal (Bloch, Bourdieu, Colin-Sédillot et Longueville, 1994) mais plutôt la constatation que les difficultés, et plus particulièrement les difficultés financières, n'ont pu être surmontées par la firme (Opler et Titman, 1994). L'envie vient alors de s'interroger sur les indicateurs susceptibles d'éveiller le doute chez les partenaires de l'entreprise. Ces indicateurs, que l'on peut considérer comme des signaux, peuvent voir le jour au travers des comptes de l'entreprise ou du non respect des engagements qu'elle a pris avec ses différents partenaires.

De très nombreux chercheurs ont tenté de déterminer les principaux indicateurs comptables capables de déceler des signes de difficultés. Ces indicateurs sont repris dans le tableau 2 ci-après.

16. Il convient de noter que, le plus souvent, la mesure de la difficulté financière s'est faite au travers du levier que celui-ci soit calculé en mesure comptable ou financière.

**Tableau 2**  
**CRITÈRES COMPTABLES ET FINANCIERS UTILISÉS AU SEIN**  
**D'ÉTUDES EMPIRIQUES TRAITANT DE LA DIFFICULTÉ**  
**AVANT LA PÉRIODE DE REDRESSEMENT JUDICIAIRE**

Auteurs	Critères caractérisant la difficulté
	Critères comptables
Asquith, Gertner et Sharfstein (1994)	2 critères : – Soit EBITDA <sup>17</sup> < dépenses d'intérêts sur deux années consécutives – Soit EBITDA < 80 % des dépenses d'intérêts sur une année
DeAngelo et DeAngelo (1990)	1 critère : – Entreprises qui, sur cinq années, connaissent au moins pendant trois années un résultat d'exploitation avant impôt négatif.
Gilson, John et Lang (1990)	1 critère : – Cash-flow est insuffisant pour faire face au paiement de la dette
Hoshi, Kashyap et Scharfstein (1990)	2 critères : – Année t : résultat d'exploitation > Dépenses d'intérêt – Année t+1 et t+2 : résultat d'exploitation < Dépenses d'intérêt
Kang et Shivdasani (1997)	1 critère : – Année t : EBIT <sup>18</sup> /frais financiers > 1 – Année t+1 : baisse de 50 % (ou plus) de leur EBIT
<b>Critères boursiers</b>	
Gilson (1990)	1 critère : – Firmes dont la rentabilité boursière est très faible (rentabilité se situant dans les 5 % les plus faibles)
Ofek (1993)	1 critère : – Une année de performance boursière au dessus de la moyenne suivie d'une année de très mauvaise performance (10 % les plus faibles)
Séverin et Dhennin (2003)	1 critère : – Une dépréciation de la capitalisation boursière de plus de 50 % sur une année

17. EBITDA (Earning before interest, taxes and amortization) = Résultat avant intérêts, impôts et amortissements.

18. EBIT (Earning before interest and taxes) = Résultat avant impôts et charges d'intérêts.

Deux grands types peuvent être distingués : les critères comptables et les critères boursiers.

Les premiers font une large place au concept de solvabilité à court terme de l'entreprise et à la structure financière de l'entreprise. Les seconds mettent, quant à eux, l'accent sur la baisse de rentabilité et la destruction de valeur pour l'actionnaire.

Si les indicateurs comptables et financiers sont d'une très grande importance dans la détection des difficultés, il en existe d'autres. Ces indicateurs sont le fruit d'une relation particulière qu'entretient la firme avec ses partenaires et plus particulièrement avec ses banques.

#### *Les indicateurs liés à la relation bancaire*

De nombreux auteurs ont souligné l'avantage informationnel des banques comparativement aux autres créanciers : Diamond (1984, 1991), Ramakrishnan et Thakor (1984), Boyd et Prescott (1986) ou encore Nakamura (1993). Cette position amène le banquier à posséder directement des indicateurs privilégiés (dépassement du découvert, respect des lignes de crédit, impayés, etc.) ou indirectement (interrogation à la Banque de France sur la notation de l'entreprise, analyse de sa communication financière). Si les indicateurs indirects sont plus coûteux à mettre en œuvre pour le banquier, ils sont, avec les indicateurs directs, des moyens capables de détecter la difficulté financière.

#### BIBLIOGRAPHIE

- Alphonse P., Séverin É., « Le financement des petites et moyennes entreprises : présentation du cas américain », *Banques et Marchés*, n° 71, juillet-août 2004.
- Altman E.I., "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", *Journal of Finance*, vol. 23, n° 4, 1968, p. 589-609.
- Altman E.I., "A Further empirical investigation of the bankruptcy cost question", *Journal of Finance*, vol. 39, n° 4, 1984, p. 1067-1089.
- Asquith P., Gertner R., Scharfstein D., "Anatomy of financial distress an examination of junk-bond issuers", *Quarterly Journal of Economics*, August 1994, p. 625-658.
- Auria C. (d'), Foglia A., Reedtz M.P., "Bank interest rates and credit relationships in Italy", *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, 1994, p. 1067-1093.
- Berlin M., Mester I., "Debts Covenants and Renegociation", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 2, 1992, p. 95-133.
- Bethel J.E., Liebeskind J., "The effects of ownership structure on corporate restructuring", *Strategic Management Journal*, vol. 14, 1993, p. 15-31.
- Bharadwaj A., Shivdasani A., "Valuation effects of bank financing in acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol 67, 2003, p. 113-148.
- Bloch L., Bourdieu J., Colin-sedillot B., Longueville G., « Du défaut de paiement au dépôt de bilan : les banquiers face aux PME en difficulté », *Document de travail G 9408 INSEE*, Département des études économiques d'ensemble, Divisions « marchés et stratégies d'entreprise », février 1994, p. 27.
- Boltanski L., Thévenot L., *De la justification. Les économies de la grandeur*, Gallimard nrf, essais, Paris 1991, p. 483.

- Boyd J. H., Prescott E. C., "Financial-intermediary coalitions", *Journal of Economic Theory*, 38, 1986, p. 211-232.
- Bowman E., Useem M., Singh H., Bhadury R., "When does corporate restructuring improve economic performance", *California Management Review*, 1998.
- Brockner J., "The escalation of commitment to a failing course of action: toward theoretical progress", *Academy of Management Review*, vol. 17, n° 1, 1992, p. 39-61.
- Brousseau E., « La théorie des contrats : une revue », *Revue d'économie politique*, n° 1, janvier-février 1993, p. 1-82.
- Carminatti-marchand G., Paquerot M., « Les élites et leurs conseils d'administrations », *Congrès de l'AFFI*, Paris, 2000.
- Cole R. A., "The importance of relationships to the availability of credit", *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, 1998, p. 959-977.
- Collongues Y., « Ratios financiers et prévision des faillites des PME », *La Revue Banque*, 365, 1977, p. 963-970.
- Conan J., Holder M., Variables explicatives de performances et contrôle de gestion dans les PMI, Thèse de doctorat d'État, Université Paris IX, 1979.
- Datta S., Iskandar-Datta M. E., "Reorganization and financial distress: an empirical investigation", *Journal of Finance*, vol. XVIII, n° 1, 1995, p. 15-32
- Deangelo H., Deangelo L., "Dividend policy and financial distress: and an empirical investigation of troubled NYSE firms", *Journal of Finance*, vol. XLV, n° 5, 1990, p. 1415-1431.
- Declerc M., Heins B., Van Wymeersch C., "The use of value added ratios in statistical failure prediction models: some evidence on belgian annual accounts", *Cahiers économiques de Bruxelles*, n° 135, 3<sup>e</sup> trimestre, 1992, p. 354-378.
- Declerc M., Heins B., Van wymeersch C., "Flux financiers et prévisions de faillite", *Cahiers économiques de Bruxelles*, n° 136, 4<sup>e</sup> trimestre, 1992, p. 415-443.
- Denis D. J., Denis D. K., "Causes of financial distress following leveraged recapitalizations", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, 1995, p. 129-157.
- Diamond D. W., "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, vol. 51, n° 1, 1984, p. 393-414.
- Diamond D. W., "Monitoring and reputation: The choice between banks loans and directly placed debt", *Journal of Political Economy*, vol. 99, n° 4, 1991, p. 689-721.
- Diamond D. W., "Seniority and maturity of debt contracts", *Journal of Financial Economics*, 33, 1993, p. 344-368.
- Donaldson G., "Corporate Debt Capacity", Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston, Cambridge, 1961.
- Elsas R., Krahen J.P., "Is relationship lending special? Evidence from credit-file data in Germany", *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, 1998, p. 1283-1316.
- Fama E., "What's different about Banks?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, 1985, p. 29-39.
- Ferri G., Messoni M., "Bank relationships and allocative efficiency in Northerneastern and central Italy and in the south", *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, 2000, p. 1067-1095.
- Fisher T. C., Martel J., "The Creditors" Financial Decision: New Evidence from Canadian data, *Cahier du CIRANO*, 1994, 18 p.
- Flannery M. J., "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice", *Journal of Finance*, vol. XLI, n° 1, 1986, p. 19-37.

- Gertner R., Scharfstein D., "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law", *Journal of Finance*, vol. 46, n° 4, 1991, p. 1189-1222.
- Gilson S. C., "Management turnover and financial distress", *Journal of Financial Economics*, vol 25, 1989, p. 241-262.
- Gilson S. C., "Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 355-387.
- Gilson S. C., "Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms", *Journal of Finance*, vol. 52, n° 1, 1997, p. 161-195.
- Gilson S. C., John K., Lang L., "Troubled debt restructurings: an empirical study of private reorganization of firms in default", *Journal of Financial Economics*, 27, 1990, p. 315-354.
- Granovetter M., "Economic Action and Social Structure: the problem of embeddedness", *American Journal of Sociology*, vol. 91, n° 3, 1985, p. 481-510.
- Harhoff D., Körting T., "Lendings relationship in Germany: empirical evidence from survey data", *Journal of Banking and Finance*, 22, 1998, p. 1317-1353.
- Hoshi T., Hashyap A., Scharfstein D., "The role of banks in reducing costs of financial distress", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 67-88.
- Jensen M. C., "Self-Interest, Altruism, Incentives and Agency Theory", *Journal of Applied of Corporate Finance*, Summer 1994, 15 p.
- Jensen M. C., Meckling W. H., "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, p. 305-360.
- John K., Lang L., Netter J., "The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline"; *Journal of Finance*, XLVII, 1992, p. 891-917.
- Kang J.K., Shivdasani A., "Corporate restructuring during the performance declines in japan", *Journal of Financial Economics*, vol. 46, 1997, p. 29-65.
- Levasseur M., Quintart A., « La capacité d'endettement », *Banque et Marchés*, n° 45, 2000, p. 5-20.
- Malecot J.F., « Redressement judiciaire, liquidation et taux de recouvrement des créances », *Cahier de recherche du CEREQ*, n° 9205, 1992.
- Mulherin J.H., Boone A.L., "Comparing acquisitions and divestitures"; *Journal of Corporate Finance*, 6, 2000, p. 117-139.
- Nakamura J.L., « La relation banque-PME »; *Revue d'économie financière*, vol. 54, 1999, p. 39-58.
- Ofek E., "Capital structure and firm response to poor performance. An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 34, 1993, p. 3-30.
- Opler T., Titman S., "Financial distress and corporate performance", *Journal of Finance*, vol. 49, n° 3, 1994, p. 1015-1040.
- Pallas V., Confiance et Procédures : un essai d'approche méthodologique appliquée à la relation banque-entreprise, Thèse de doctorat, Université de Montpellier 2, 2000, 530 p.
- Petersen M., Rajan R., "The benefits of lending relationships: evidence from small business data", *Journal of Finance*, vol. 49, n° 1, 1994, p. 3-37.
- Rajan R. G., "Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt", *Journal of Finance*, vol. 47, 1992, p. 1367-1400.
- Ramakrishnan R. T. S., Thakor A. V., "Information reliability and the theory of financial intermediation", *Review of Economic Studies*, vol. 51, 1984, p. 415-432.



Séverin É., Dhennin S., "Structure du capital et mesures de restructuration", *Finance, Contrôle Stratégie*, Mars, vol. 6, n° 1, 2003, p. 155-186.

Shleifer A., Vishny R.W., "Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach", *Journal of Finance*, vol. 47, n° 4, p. 1343-1366, 1992.

Smith C.W., Warner J. B., "On financial contracting: An analysis of Bond Covenants", *Journal of Financial Economics*, vol. 7, 1979, p. 117-161.

Williamson O.E., "Corporate finance and corporate gouvernance", *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, 1988, p. 567-591.

Wruck K.H., "Financial distress, reorganization, and organizational efficiency", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 419-444.