

N° 583

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2020-2021

Enregistré à la Présidence du Sénat le 12 mai 2021

RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

au nom de la commission des finances (1) sur les prêts garantis par l'État,

Par M. Jean-François HUSSON,

Rapporteur général,

Sénateur

(1) Cette commission est composée de : M. Claude Raynal, président ; M. Jean-François Husson, rapporteur général ; MM. Éric Bocquet, Emmanuel Capus, Bernard Delcros, Vincent Eblé, Charles Guené, Mme Christine Lavarde, MM. Dominique de Legge, Albéric de Montgolfier, Didier Rambaud, Jean-Claude Requier, Mmes Sophie Taillé-Polian, Sylvie Vermeillet, vice-présidents ; MM. Jérôme Bascher, Rémi Féraud, Marc Laménie, Stéphane Sautarel, secrétaires ; MM. Jean-Michel Arnaud, Arnaud Bazin, Mme Nadine Bellurot, M. Christian Bilhac, Mme Isabelle Briquet, MM. Michel Canévet, Vincent Capo-Canellas, Thierry Cozic, Philippe Dallier, Vincent Delahaye, Philippe Dominati, Mme Frédérique Espagnac, MM. Éric Jeansannetas, Patrice Joly, Roger Karoutchi, Christian Klinger, Antoine Lefèvre, Gérard Longuet, Victorin Lurel, Hervé Maurey, Sébastien Meurant, Jean-Marie Mizzon, Claude Nougéin, Mme Vanina Paoli-Gagin, MM. Paul Toussaint Parigi, Georges Patient, Jean-François Rapin, Teva Rohfritsch, Pascal Savoldelli, Vincent Segouin, Jean Pierre Vogel.

SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
AVANT-PROPOS	5
L'ESSENTIEL.....	7
LES PRINCIPALES RECOMMANDATIONS DU RAPPORTEUR GÉNÉRAL.....	21
I. FACE À LA CRISE SANITAIRE, LA FRANCE A RECOURU LARGEMENT AUX PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT, LAISSANT AUX ENTREPRISES UNE PARTIE DE LA PERTE DE REVENUS CONSTATÉE EN 2020.....	23
A. L'ENVELOPPE DE PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT A INCARNÉ L'AMPLEUR DU SOUTIEN PUBLIC FACE À LA CRISE.....	23
1. <i>Une situation financière des entreprises françaises avant crise marquée par certaines fragilités.....</i>	<i>23</i>
2. <i>Un choc inédit, frappant des entreprises françaises déjà fortement endettées.....</i>	<i>28</i>
3. <i>Le PGE, un outil massif de trésorerie pour surmonter l'arrêt de l'activité au deuxième trimestre 2020.....</i>	<i>32</i>
4. <i>Un dispositif aux caractéristiques « agressives », déployé à grande échelle en France</i>	<i>36</i>
B. EN DÉPIT DE LEUR EFFICACITÉ À COURT TERME, LES PGE DOIVENT DÉSORMAIS RELEVER LE DÉFI DE L'ALLONGEMENT DE LA CRISE	41
1. <i>Une efficacité certaine des PGE à court terme, sans occulter d'indéniables effets d'aubaine qui restent toutefois limités.....</i>	<i>41</i>
a) <i>L'efficacité des PGE à court terme.....</i>	<i>41</i>
b) <i>Des effets d'aubaine réels, qui restent toutefois limités.....</i>	<i>45</i>
2. <i>Malgré les mesures de soutien, une part importante du coût de la crise reste à la charge des entreprises françaises.....</i>	<i>46</i>
3. <i>Après un an de crise sanitaire, une interrogation sur la capacité des entreprises à honorer leurs remboursements</i>	<i>51</i>
II. LE SURCROÎT D'ENDETTEMENT AUQUEL PARTICIPENT LES PGE POURRAIT AFFECTER LA CAPACITÉ DE REBOND DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE	53
A. L'AUGMENTATION DE L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES, UN RISQUE ÉCONOMIQUE IDENTIFIÉ	53
1. <i>Une incertitude sur l'ampleur des conséquences de la crise du fait du « gel des défaillances ».....</i>	<i>53</i>
2. <i>La situation financière dégradée des entreprises pourrait à son tour entraîner une autre vague de défaillances et une baisse durable de l'investissement.....</i>	<i>57</i>
3. <i>D'éventuels effets en cascade liés aux PGE.....</i>	<i>58</i>
a) <i>Les risques pour les entreprises.....</i>	<i>58</i>
b) <i>Les risques pour les finances publiques.....</i>	<i>61</i>

B. PRÉVENIR CES RISQUES EN CONTENANT DAVANTAGE LA DÉGRADATION DES BILANS DES ENTREPRISES.....	62
1. Une nécessité : évaluer l'ampleur de la dégradation des bilans.....	62
a) Une stabilité en trompe-l'œil de l'endettement financier net des entreprises françaises.....	62
b) Un impact individuel et sectoriel potentiellement intense sur les bilans des entreprises.....	67
2. Un impératif : amplifier le soutien en solvabilité des entreprises françaises.....	69
a) Le renforcement de la solvabilité des entreprises, une priorité de la sortie de crise.....	69
b) Une réponse imparfaite avec les prêts participatifs	71
III. IDENTIFIER, ORIENTER ET TRAITER : RÉUSSIR LA SORTIE DES PGE.....	74
A. IDENTIFIER : REPÉRER LES ENTREPRISES AU BILAN DÉGRADÉ QUI NE POURRONT PAS S'EN SORTIR SANS ACCOMPAGNEMENT	76
1. Préserver un large accès aux financements pour toutes les entreprises viables, afin de concentrer ensuite les efforts sur celles qui ont été identifiées comme en ayant le plus besoin	77
2. Une détection précoce et pragmatique des difficultés rencontrées par les entreprises, en utilisant tous les « thermomètres » à disposition	78
B. ORIENTER : PRÉCISER LA NATURE DES DIFFICULTÉS RENCONTRÉES PAR L'ENTREPRISE, POUR ENVISAGER LA MEILLEURE RÉPONSE POSSIBLE AU NIVEAU INDIVIDUEL ET MACROÉCONOMIQUE.....	82
1. Se concerter pour parvenir à un diagnostic partagé entre acteurs sur la situation et les perspectives de l'entreprise	82
2. Accroître le recours aux procédures amiables, en amont de la cessation de paiement	85
C. TRAITER : MOBILISER LA RÉPONSE ADÉQUATE À PARTIR D'UNE PALETTE D'OUTILS.....	87
1. Pour la majorité des entreprises, réduire l'excès d'endettement en renforçant les fonds propres	87
2. Pour les situations les plus difficiles rencontrées par des entreprises viables, opérer une restructuration rapide et ordonnée du passif.....	91
a) La nécessaire restructuration de la dette pour améliorer le bilan	91
b) Afin de faciliter la restructuration de la dette, assouplir le maintien de la garantie du PGE au-delà de six ans et élargir le recours à des décotes partielles de créances publiques pour les situations les plus critiques	92
EXAMEN EN COMMISSION.....	95
LISTE DES PERSONNES ENTENDUES	109
ANNEXE : RAPPORT DE L'INSTITUT DES POLITIQUES PUBLIQUES PORTANT ÉVALUATION DE LA CONTRAINTE POUR LES ENTREPRISES DU REMBOURSEMENT DES PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT (PGE).....	113

Mesdames, messieurs,

Les prêts garantis par l'État ont été mis en œuvre rapidement dès mars 2020. L'autorisation d'accorder la garantie de l'État à des prêts de trésorerie consentis par des établissements de crédit aux entreprises non financières confrontées à des difficultés de financement dans le contexte de la crise sanitaire a été donnée par l'article 6 de la loi n° 2020-289 du 23 mars 2020 de finances rectificative pour 2020.

Ce dispositif a permis aux entreprises de sécuriser leur trésorerie face à la première vague en empruntant jusqu'à trois mois de chiffre d'affaires, avec un différé de remboursement d'un an.

Toutefois, après plus d'un an de crise sanitaire, l'efficacité et les conséquences du dispositif sur les entreprises à plus long terme interrogent : de nombreuses entreprises réfléchissent ainsi à la façon dont elles pourront honorer les remboursements. À ce titre, la faculté de différer d'un an supplémentaire le remboursement du PGE n'apporte qu'une réponse imparfaite.

Face aux inquiétudes du tissu économique et alors que certains se demandent si les aides telles que les PGE ne contribuent pas à maintenir artificiellement en vie certaines entreprises non viables, souvent qualifiées de « zombies », le rapporteur général de la commission des finances du Sénat a conduit depuis le début de l'année une mission de contrôle budgétaire intitulée « Comment sortir des prêts garantis par l'État ? ».

Ses travaux s'appuient, non seulement, sur de nombreuses auditions menées au cours des trois derniers mois à Paris et à Nancy, afin d'entendre des institutionnels, des économistes, des acteurs de terrain, tant publics que privés et, bien entendu, des entreprises et leurs représentants, mais aussi sur une étude inédite effectuée par l'Institut des politiques publiques à la demande de la commission des finances du Sénat. Cette étude se distingue des travaux déjà publiés sur le sujet, notamment parce qu'elle repose sur l'analyse des premières données réelles disponibles et non sur la base de modèles économétriques. Elle évalue l'efficacité du recours au dispositif, tant du point de vue des entreprises soutenues que des risques potentiels pour les finances publiques, et apprécie les aléas futurs résultant de la contrainte de remboursement des PGE.

Le présent rapport présente les conclusions de ces travaux, autour de trois temps :

- un bilan de l'efficacité du recours aux PGE et de leur utilisation par les entreprises ;

- une évaluation des risques à attendre pour les entreprises et pour l'ensemble de l'économie résultant du surcroît d'endettement accumulé pour faire face à la crise ;

- en réponse, des propositions pour surmonter le « mur de la dette » auquel certaines entreprises font face et ainsi réussir la sortie progressive des PGE.

L'ESSENTIEL

Les prêts garantis par l'État (PGE) ont été mis en œuvre rapidement dès mars 2020. Ils ont permis aux entreprises de sécuriser leur trésorerie face au premier confinement en empruntant jusqu'à trois mois de chiffre d'affaires, avec un différé de remboursement d'un an.

Toutefois, après plus d'un an de crise sanitaire, **l'efficacité et les conséquences à long terme de ce dispositif sur le tissu productif interrogent.** Alors que de nombreuses entreprises craignent d'être confrontées à un véritable « **mur de la dette** », la faculté de différer d'un an supplémentaire le remboursement du PGE n'apporte qu'une réponse imparfaite.

Face aux inquiétudes des chefs d'entreprises et alors que certains se demandent si les PGE ne contribuent pas à maintenir artificiellement en vie certaines sociétés non viables, souvent qualifiées de « **zombies** », le rapporteur général de la commission des finances du Sénat, Jean-François Husson, a conduit depuis le début de l'année une mission de contrôle budgétaire intitulée « **Comment sortir des prêts garantis par l'État ?** ».

I. LA FRANCE A LARGEMENT RECORRU AUX PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT, AU RISQUE DE LAISSER À LA CHARGE DES ENTREPRISES UNE PART SIGNIFICATIVE DU COÛT DE LA CRISE

A. LES PGE ONT APPORTÉ UN SOUTIEN EFFICACE À COURT TERME

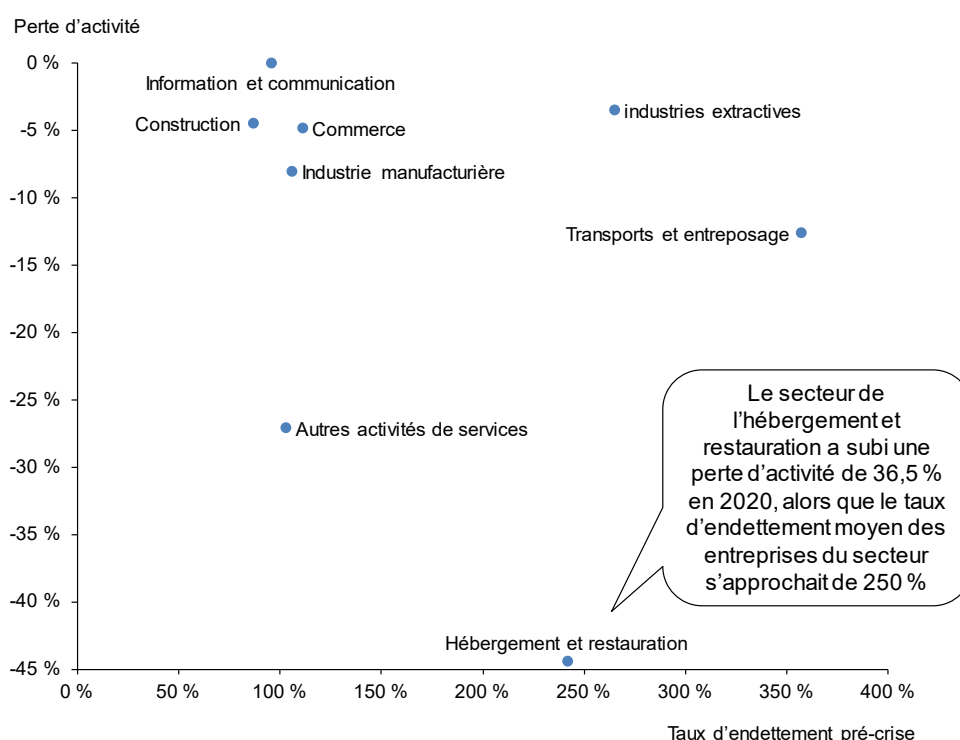
1. Un choc intense sur des secteurs déjà fragilisés avant la crise

La crise sanitaire a entraîné une **chute de l'activité française de 8,2 % en 2020**, ce qui en fait le recul le plus marqué du PIB depuis 1942. Le choc économique se singularise par **son caractère exogène** et son **impact très différencié selon les secteurs** : en mars 2021, la perte d'activité s'élève ainsi à 44 % pour le secteur de l'hébergement et restauration, contre 7 % pour l'industrie.

Pour les entreprises, le déclenchement de la crise est intervenu dans un contexte particulier : en dépit de signaux positifs, **le niveau de leur endettement financier constituait une singularité française.** Certes contrebalancé par un recul des taux d'intérêt et hétérogène selon les entreprises, **cet endettement brut élevé était un facteur de vulnérabilité et de dépendance à l'accès aux financements lors de l'entrée dans la crise.**

Surtout, certains secteurs particulièrement touchés par la crise l'ont abordée avec des difficultés particulières : un niveau d'endettement très élevé pour l'hébergement et la restauration et une trésorerie particulièrement faible pour le secteur du commerce, inférieure à un mois de chiffre d'affaires pour la moitié des entreprises et à 8 jours pour un quart d'entre elles.

Comparaison sectorielle de la perte d'activité enregistrée en 2020 et du taux d'endettement avant crise



NB : perte d'activité constatée en mars 2021 par rapport au quatrième trimestre 2019. Pour le taux d'endettement, le périmètre porte sur les entreprises dont le chiffre d'affaires annuel excède 750 000 euros, pour lesquelles la Banque de France collecte le bilan. Le taux d'endettement correspond à l'endettement financier rapporté aux fonds propres.

Source : commission des finances du Sénat, à partir des données Insee et Banque de France

2. Les PGE en France, un soutien massif en trésorerie aux caractéristiques « agressives »

Pour soutenir les entreprises, deux types de mesures d'urgence ont été mobilisées : des transferts directs et des annulations de charges, conduisant à subventionner les entreprises, et des outils de trésorerie, pour renforcer leurs liquidités afin de les aider à étaler dans le temps les pertes enregistrées. Tel est l'objectif des PGE, dont les caractéristiques sont définies de façon à permettre à une entreprise d'emprunter jusqu'à trois mois de chiffre d'affaires.

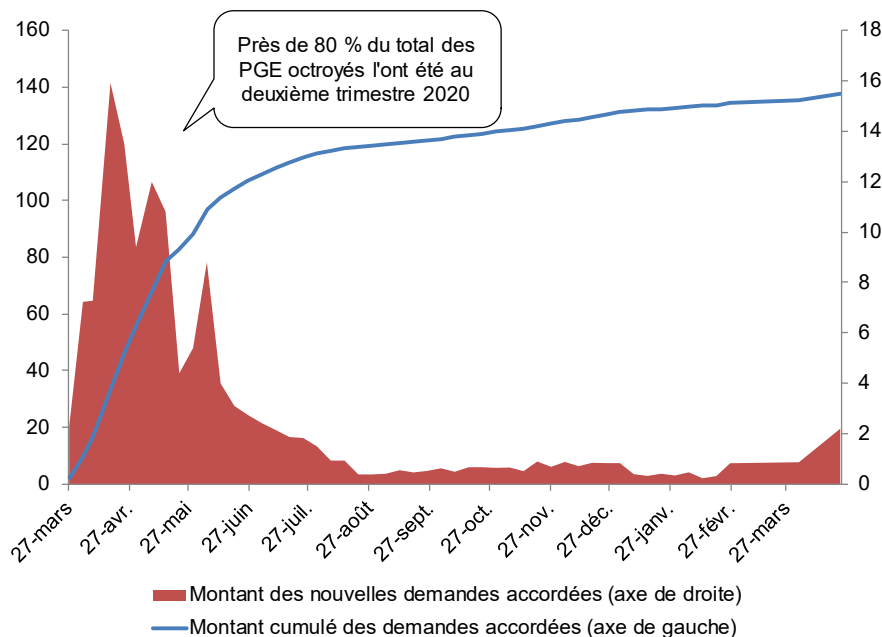
Par l'ampleur de l'encours pouvant être garanti, les PGE ont, à bien des égards, incarné l'engagement du Président de la République d'accompagner « quoi qu'il en coûte » les acteurs économiques, au moyen d'une mesure sans effet budgétaire immédiat et n'entraînant pas de prise en charge directe, par la puissance publique, des pertes enregistrées par les entreprises. En 2020, l'encours de prêts garantis accordés en France s'élève à 5 % du PIB, **une position intermédiaire en Europe**, entre l'Espagne et l'Italie d'une part (respectivement 9 % et 8 % du PIB) et l'Allemagne d'autre part (1 % du PIB).

Contrairement aux autres mesures de soutien, **les PGE se distinguent comme un outil mobilisé essentiellement en réponse à la première vague de la crise sanitaire** : 80 % du total des PGE ont ainsi été accordés au cours du deuxième trimestre 2020.

À la fin avril 2021, près de 138 milliards d'euros de PGE ont été octroyés à plus de 670 000 entreprises.

Évolution des montants de PGE accordés

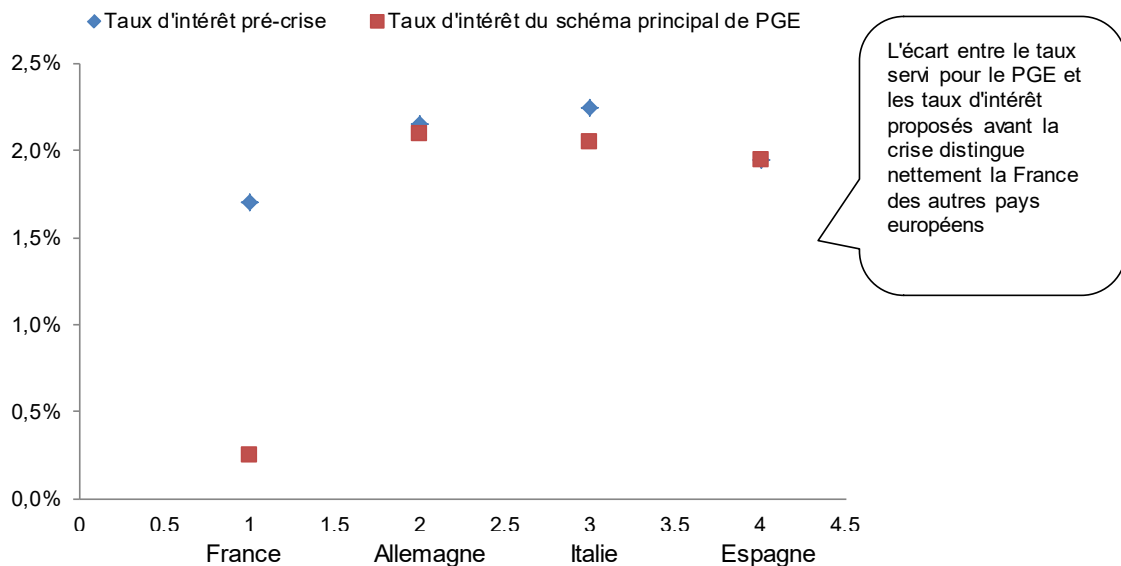
(en milliards d'euros)



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données de la Banque de France – dernier point au 23 avril 2021

Ce déploiement à grande échelle a été **favorisé en France par des caractéristiques définies de façon « agressives »**, comme l'a confirmé une récente étude du *think tank* Bruegel. Contrairement aux dispositifs mis en place dans les autres pays européens, les PGE se sont en effet accompagnés d'une forte baisse du taux d'intérêt par rapport à ceux constatés avant la crise.

Comparaison du taux moyen d'un PGE pour une PME par rapport au taux en vigueur avant la crise sanitaire



NB : Taux pré-crise pour un emprunt inférieur à 250 000 euros en février 2020.

Source : commission des finances du Sénat, à partir du working paper de Bruegel sur les mécanismes publics de soutien au crédit des entreprises (février 2021)

B. LES PGE DEVRONT RELEVER LE DÉFI DE L'ALLONGEMENT DE LA CRISE

1. Une efficacité certaine des PGE à court terme...

L'étude de l'Institut des politiques publiques (IPP) réalisée à la demande de la commission des finances du Sénat atteste d'une **réelle efficacité des PGE à court terme**.

Deux éléments sont à souligner :

- d'une part, le recours au dispositif est large, mais il **concerne en priorité des secteurs particulièrement affectés** par la crise sanitaire, ce qui confirme la capacité du dispositif à cibler les entreprises qui en ont le plus besoin – 60 % des entreprises du secteur de l'hébergement et restauration ont ainsi bénéficié d'un PGE ;

- d'autre part, **le recours au dispositif ne s'est pas traduit par un effet d'anti-sélection**, puisque ce sont des entreprises au niveau d'endettement et de rentabilité dans la moyenne d'avant-crise qui ont le plus recouru au PGE, avec même une surreprésentation des entreprises au taux d'investissement élevé.

Des effets d'aubaine sont toutefois observés, en particulier pour ce qui concerne l'utilisation des PGE, conduisant certaines entreprises à refinancer des dettes antérieures ou encore à financer par ce biais des investissements à coût réduit.

2. ... qui interroge toutefois quant à leurs effets à moyen terme

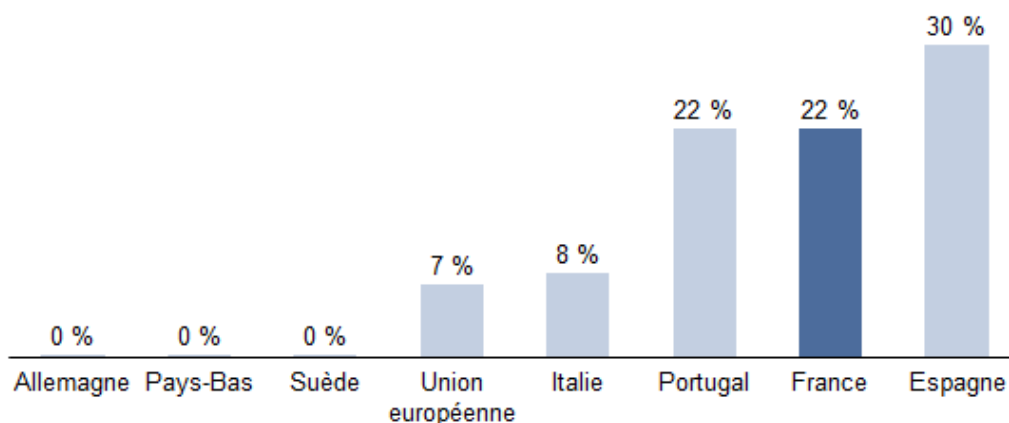
À moyen terme, des incertitudes existent s'agissant des conséquences des PGE, pour deux raisons principales :

- d'une part, les entreprises françaises ont conservé à leur charge une part du coût de la crise significativement supérieure à la moyenne européenne, estimée à 22 % contre 7 % pour la moyenne de l'Union européenne et 0 % en Allemagne, de sorte que les PGE ont servi, pour certaines d'entre elles, de palliatif d'une subvention, afin d'étaler leurs pertes dans le temps par un endettement accru ;

- d'autre part, l'allongement de la crise sanitaire met les entreprises sous tension pour le remboursement du PGE, ce à quoi l'année supplémentaire de différé de remboursement n'apporte qu'une réponse imparfaite.

Estimation de la part de la perte de revenu enregistrée en 2020 restée à la charge des entreprises

(en pourcentage de la perte de revenu disponible brut de l'ensemble de l'économie)



Note de lecture : au Portugal et en France, les entreprises ont supporté 22 % de la perte de revenu subie par l'ensemble de l'économie en 2020.

Précision méthodologique : pour la France, l'impact de la transformation du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) sur les comptes des entreprises en 2019 a été neutralisé.

Source : commission des finances du Sénat (d'après les données d'Eurostat)

II. UN SURCROÎT D'ENDETTEMENT SUSCEPTIBLE D'AFFECTER LA CAPACITÉ DE REBOND DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE ET INSUFFISAMMENT TRAITÉ JUSQU'À PRÉSENT

A. LE SURENDETTEMENT DES ENTREPRISES, UN RISQUE ÉCONOMIQUE IDENTIFIÉ

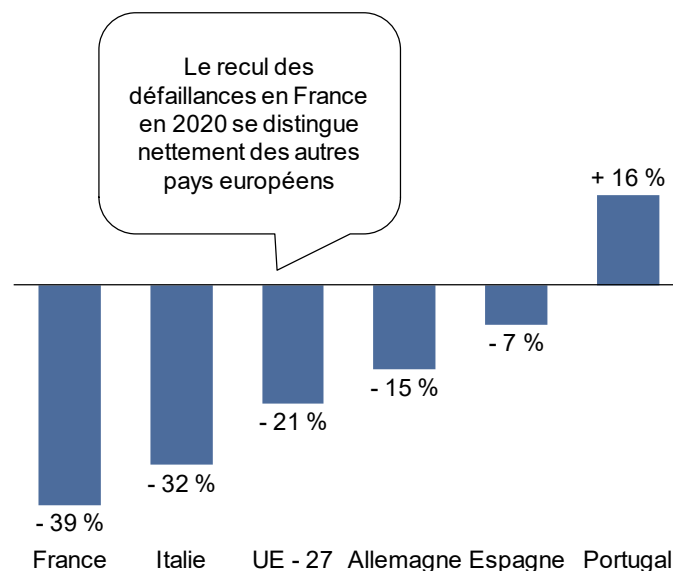
1. Un gel des défaillances de grande ampleur en France

La « congélation » de l'économie française est particulièrement forte : si la baisse des défaillances par rapport à 2019 est en moyenne de 21 % au sein de l'Union européenne, elle atteint 39 % en France.

Il en résulte une proportion de défaillances « cachées » supérieure en France, avec 22 500 défaillances qui ne se seraient pas produites en 2020.

L'enjeu est désormais d'anticiper le « dégel », en distinguant le rattrapage naturel des défaillances reportées et le risque de progression spontanée sous l'effet de la dégradation de la situation financière des entreprises. Dans cette seconde hypothèse, les entreprises productives pourraient se trouver concernées, ce qui nuirait à notre capacité de production.

Comparaison de l'évolution du nombre de défaillances entre 2019 et 2020



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données Eurostat

2. Des risques ultérieurs à anticiper

L'analyse économique suggère que le surendettement des entreprises n'est pas exempt de risques :

- d'une part, les entreprises endettées font davantage faillite ;
- d'autre part, elles peuvent être contraintes de couper dans leurs dépenses d'investissement pour survivre, conduisant à la situation dite de l'« étranglement par la dette » qui nuit ensuite à la productivité de notre économie.

En favorisant une forte progression de l'endettement brut des entreprises, les PGE pourraient donc contribuer à obérer la capacité de rebond de l'économie française.

En cas de nombreux défauts, le coût pour les finances publiques pourrait de surcroît être massif, dès lors que ce sont plus de 100 milliards d'euros d'encours qui sont garantis par l'État. À ce jour, le Gouvernement intègre une probabilité de défaut estimée à 6,2 % de l'encours garanti, comme le révèle la provision pour risque de 6,24 milliards d'euros inscrite dans le compte général de l'État. Ce montant correspond à une probabilité de défaut sur l'ensemble de l'enveloppe de prêts octroyés de 5,3 %, soit en progression par rapport à l'estimation de sinistralité de 4,6 % retenue en septembre dernier dans le rapport économique, social et financier annexé au projet de loi de finances pour 2021. À ce stade, l'étude de l'IPP évalue quant à elle la sinistralité à 5,4 %, pour un coût net pour les finances publiques égal à 2,7 % des montants garantis.

B. UN RISQUE À PRÉVENIR EN AMPLIFIANT LE RENFORCEMENT DE LA SOLVABILITÉ DES ENTREPRISES FRANÇAISES

1. Une première évaluation des bilans suggère une dégradation intense mais circonscrite à certaines situations

Les chiffres agrégés témoignent d'une relative stabilité de l'endettement financier net des entreprises en 2020 (+ 2 %). L'augmentation de l'endettement des entreprises a en effet été compensée par une hausse analogue de leur trésorerie.

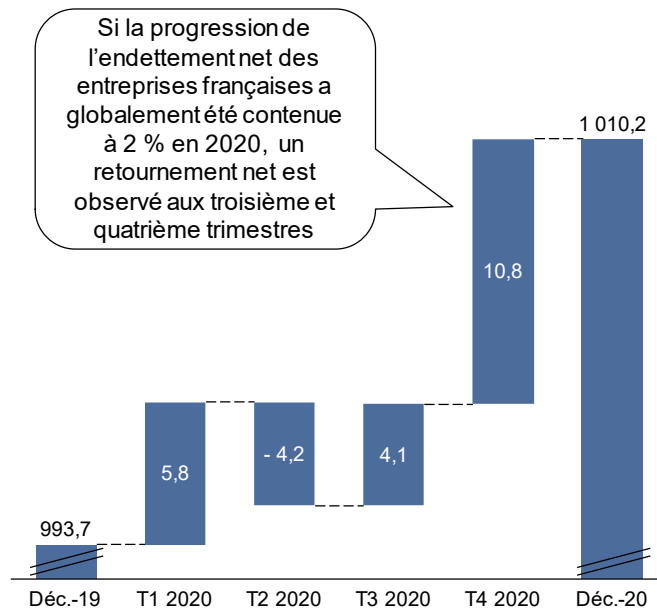
Deux éléments suggèrent toutefois qu'il s'agit d'un constat en « trompe-l'œil », en raison :

- du recours massif à des mécanismes de reports d'échéances – fiscales, sociales, prêts antérieurs ;
- de la conservation par les entreprises françaises d'une part substantielle de la perte de revenu 2020 à leur charge.

Un retournement important est d'ailleurs observé dans l'évolution

de l'endettement net des entreprises au troisième trimestre de l'année 2020.

**Évolution de l'endettement net
des sociétés non financières françaises en 2020**
(en milliards d'euros)



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données de la Banque de France

L'étude de l'IPP apporte de ce point de vue un éclairage inédit sur les effets de la crise sur les bilans des entreprises, en se fondant sur les premières données d'exécution et non sur la base de modèles économétriques comme l'ont fait de précédents travaux.

Elle atteste d'une **dégradation des bilans contenue au niveau agrégé mais potentiellement intense pour certains secteurs et certaines entreprises**, requérant dès lors une **action complémentaire rapide** pour protéger notre tissu productif.

2. L'accent doit désormais être mis sur le soutien en solvabilité des entreprises françaises

Davantage qu'au risque de « zombification » de l'économie française, c'est à celui d'une **vague de défaillances d'entreprises viables et productives et à un « étranglement par la dette »** déprimant l'investissement que nous devons rapidement faire face.

Une action résolue et rapide s'impose donc pour améliorer la solvabilité des entreprises françaises, en renforçant leur structure de bilan.

Comme l'indique une récente étude du Fonds monétaire international portant sur l'ensemble des pays européens, **l'enjeu est crucial** :

sans réponse à ce besoin en fonds propres, estimé entre 2 % et 3 % du PIB, **15 millions d'emplois seraient menacés en Europe.**

De ce point de vue, **la réponse apportée jusqu'à présent par le Gouvernement avec les prêts participatifs reste imparfaite.** Ces instruments s'apparentent à de la dette subordonnée et non à de véritables fonds propres. Leurs effets vertueux sur le bilan risquent donc de n'être que partiels et temporaires.

III. IDENTIFIER, ORIENTER ET TRAITER : RÉUSSIR LA SORTIE DES PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT

Pour beaucoup d'entreprises, la reprise de l'activité s'accompagne d'interrogations sur la manière de la financer et d'apurer les conséquences de la crise. En particulier, **nombre d'entre elles se demandent comment elles pourront honorer le remboursement des PGE.**

La mise en place d'un véritable « service après-vente » des PGE s'impose donc, afin de trouver les moyens de **contourner le « mur de la dette »** redouté par beaucoup.

Si le Gouvernement repousse le sujet, une action rapide est nécessaire afin de préparer et d'accompagner la sortie progressive des mesures de soutien, en aidant les entreprises dans une période de reprise souvent synonyme de fragilités accrues.

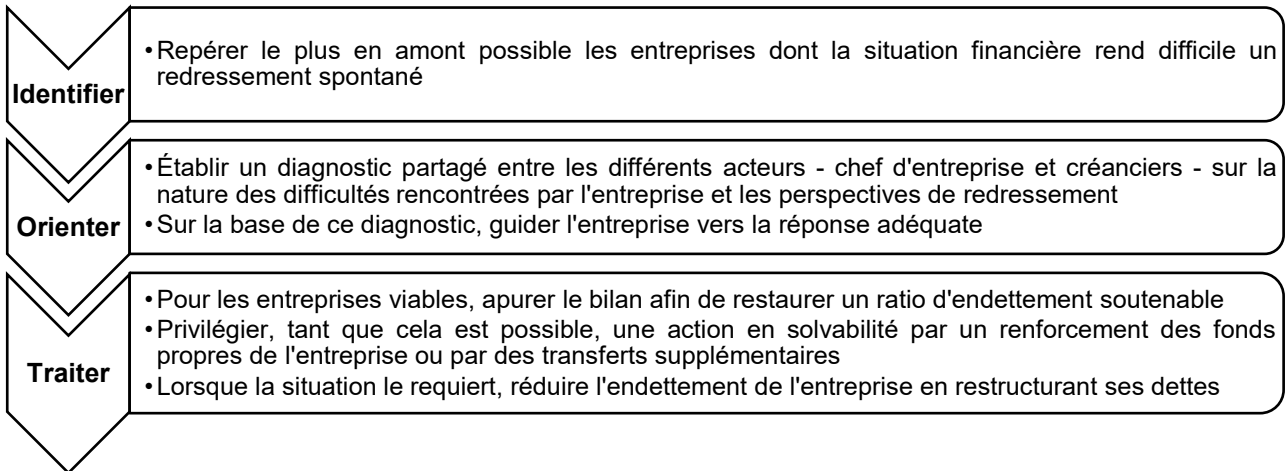
Pour cela, **le rapporteur général propose une approche en trois temps, sur le modèle du triptyque mis en œuvre sur le plan sanitaire,** et résumée dans le schéma ci-après :

- **identifier**, afin de repérer le plus en amont possible les entreprises dont la situation financière est trop dégradée pour qu'elles s'en sortent sans accompagnement ;

- **orienter**, afin de déterminer la réponse adéquate sur la base d'un diagnostic partagé entre les différents acteurs, publics et privés, à partir de la nature des difficultés rencontrées et des perspectives de l'entreprise ;

- **traiter**, en mobilisant l'outil le plus adapté pour permettre à l'entreprise viable de se redresser.

La sortie des prêts garantis par l'État



Source : commission des finances du Sénat

A. IDENTIFIER : REPÉRER LES ENTREPRISES AU BILAN DÉGRADÉ QUI NE POURRONT PAS S'EN SORTIR SANS ACCOMPAGNEMENT

Si le premier bilan établi par le présent rapport suggère qu'à ce jour, le nombre d'entreprises appelées à faire face à des difficultés demeure circonscrit, il souligne aussi **l'intensité sectorielle et individuelle de leur détresse financière.**

Un accompagnement complémentaire sera donc nécessaire, tout en étant ciblé sur les entreprises disposant de réelles perspectives de redressement.

L'enjeu prioritaire tient donc à l'identification au cas par cas des entreprises en difficulté, et à l'évaluation précise de la situation dans laquelle elles se trouvent. **Pour cela, un certain nombre de « thermomètres » traditionnels** de l'état financier des entreprises, suspendus ou adaptés au plus fort de la crise, **doivent être réactivés (recommandation n° 1).**

En complément, les entreprises doivent pouvoir **mieux appréhender leurs besoins financiers** à court et moyen termes. Pour cette raison, **la mise en œuvre des plans d'étalement des échéances fiscales et sociales reportées**, utilement accordés par l'administration française mais pour laquelle une certaine lenteur est observée, **doit s'accélérer avec la reprise progressive de l'activité (recommandation n° 2).**

B. ORIENTER : PRÉCISER LA NATURE DES DIFFICULTÉS RENCONTRÉES PAR L'ENTREPRISE POUR ENVISAGER LA MEILLEURE RÉPONSE AUX NIVEAUX INDIVIDUEL ET MACROÉCONOMIQUE

Une fois identifiée, une entreprise en difficulté doit se voir proposer une solution adaptée à sa situation.

Pour une entreprise confrontée à une difficulté d'accès aux financements susceptible de compromettre la poursuite de son activité, un diagnostic coordonné et partagé entre les acteurs est nécessaire. Les travaux ont révélé l'absence de réelle structure territoriale de référence pour l'accompagnement des entreprises en difficulté. Bien que réactivés récemment, les comités départementaux d'examen des problèmes de financement des entreprises (CODEFI) ne jouent pas réellement ce rôle et restent peu identifiés.

Pour combler cette lacune, il est donc nécessaire de mettre en place rapidement une structure territoriale de concertation des acteurs publics et privés - des créanciers aux professionnels du chiffre (recommandation n° 3). Si le recours aux CODEFI aurait l'avantage de la rapidité, il sera nécessaire de les transformer et d'en accroître l'efficacité pour être en mesure de répondre aux besoins.

Face à la situation exceptionnelle, le CODEFI pourrait évoluer en comité partenarial de financement des entreprises en sortie de crise (COFISOC), avec deux évolutions essentielles :

- d'une part, une ouverture aux acteurs privés, avec des comités élargis des financeurs ;
- d'autre part, un élargissement de la palette d'outils susceptibles d'être mobilisés pour accompagner une entreprise dans son redressement.

Pour une entreprise dont la survie immédiate est en jeu, le recours aux procédures préventives des tribunaux de commerce doit être privilégié. L'engagement d'une procédure collective se traduit, dans deux tiers des cas, par une liquidation de l'entreprise. Anticiper la prise en charge des difficultés en amont de la cessation de paiement doit permettre de maximiser le redressement des entreprises, y compris les plus petites d'entre elles.

Une meilleure connaissance et une meilleure appréhension de ces procédures par les entreprises est nécessaire. En outre, le coût associé constitue souvent un frein, alors même que des aides financières ont été mises en place par de nombreuses collectivités publiques. Une diffusion plus large de ces facilités est donc requise pour améliorer les chances de redressement des TPE-PME (recommandation n° 4).

C. TRAITER : MOBILISER LA RÉPONSE LA PLUS ADÉQUATE EN FONCTION D'UNE PALETTE D'OUTILS À DISPOSITION

1. Pour la majorité des entreprises, réduire l'excès d'endettement en renforçant les fonds propres

Aucune « recette miracle » n'existe pour le renforcement des fonds propres : les dirigeants sont souvent réticents à ouvrir leur capital et à revoir à la baisse les valorisations en période de crise.

C'est donc **essentiellement par des incitations** qu'il faut agir.

D'abord, il importe de **calibrer le mécanisme des prêts participatifs et obligations « relance » de façon à ne pas désinciter les plus grosses entreprises à lever de réels fonds propres** auprès des professionnels du capital-investissement. Pour cela, **les adaptations adoptées par le Sénat à l'automne dernier, consistant à imposer un plafond de financement par entreprise** de 3 millions d'euros pour les petites et moyennes entreprises (PME) et de 7 millions d'euros pour les entreprises de taille intermédiaire (ETI), finalement non retenues par l'Assemblée nationale en dernière lecture de la loi de finances pour 2021, **conservent toute leur pertinence (recommandation n° 5).**

Ensuite, la crise sanitaire pourrait être l'occasion de **mettre fin au traitement fiscal plus favorable dont bénéficie le financement par la dette** en comparaison du financement en fonds propres, lié à la déductibilité partielle des intérêts. Le « biais en faveur de la dette » qui en résulte en France atteint le niveau le plus élevé en Europe, estimé à **3,8 points en 2018 par la Commission européenne**, ce que la réforme de 2019 a atténué sans toutefois le corriger.

Pour mettre fin à ce biais, différents pays européens ont introduit, en complément, **une déduction fiscale pour le capital à risque, appelée *allowance for corporate equity***, permettant de déduire de l'assiette d'imposition un intérêt fictif correspondant à la rémunération attendue des fonds propres.

Un tel mécanisme pourrait être **introduit à titre temporaire** afin de maximiser l'incitation des entreprises à renforcer spontanément leur structure financière en sortie de crise tout en maîtrisant son coût pour les finances publiques (**recommandation n° 6**).

2. Pour les situations les plus difficiles rencontrées par des entreprises viables, opérer une restructuration ordonnée de l'endettement

Pour les entreprises confrontées à **une situation financière trop dégradée, l'amélioration du bilan requerra une restructuration globale de leur endettement**, en associant les créanciers privés.

Deux propositions sont formulées dans ce cadre :

- **d'une part, négocier avec la Commission européenne la possibilité de maintenir la garantie de l'État en cas de restructuration de l'endettement d'une entreprise allant au-delà de la limite de six ans prévue pour les PGE (recommandation n° 7)**. Sans cette modification, la garantie de l'État serait perdue, ce qui réduirait fortement l'incitation des créanciers à accepter un tel projet de restructuration ;

- **d'autre part, recourir plus largement à des décotes partielles de créances publiques** pour les entreprises viables mais condamnées à court terme, **sur le principe d'un abandon à parité avec les créanciers privés, majoré** pour tenir compte de l'intérêt économique et social du maintien de l'entreprise en activité (recommandation n° 8).

LES PRINCIPALES RECOMMANDATIONS DU RAPPORTEUR GÉNÉRAL

IDENTIFIER, ORIENTER, TRAITER : HUIT RECOMMANDATIONS POUR RÉUSSIR LA SORTIE DES PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT (PGE)

Recommandation n° 1 : identifier les entreprises qui ne pourront pas s'en sortir sans accompagnement complémentaire en agissant au plus près des petites entreprises et en scrutant les signaux traditionnels de défaillance suspendus ou aménagés au plus fort de la crise - endettement social et fiscal, cotation du crédit.

Recommandation n° 2 : accélérer et amplifier le déploiement des plans d'apurement de dettes fiscale et sociale, afin d'améliorer la visibilité des entreprises sur leurs besoins de financement à court et moyen termes.

Recommandation n° 3 : mettre en place et promouvoir une structure territoriale de concertation des acteurs publics et privés, en transformant le CODEFI en comité partenarial de financement des entreprises en sortie de crise (COFISOC), afin de parvenir à un diagnostic partagé sur la réalité de la situation financière d'une entreprise en difficulté et définir des perspectives de redressement.

Recommandation n° 4 : accroître le recours des plus petites entreprises aux procédures collectives préventives, afin d'améliorer leurs chances de rétablissement, tout en diffusant plus largement les possibilités de prise en charge financière des coûts associés à ces procédures, mises en place par de nombreuses collectivités publiques.

Recommandation n° 5 : plafonner les prêts participatifs et les obligations « relance » à 3 millions d'euros pour les PME et à 7 millions d'euros pour les ETI, afin de ne pas désinciter à la levée de fonds propres.

Recommandation n° 6 : mettre en place, à titre temporaire, une déduction fiscale pour le capital à risque (« *allowance for corporate equity* »), afin d'inciter les entreprises à procéder à des augmentations de capital.

Recommandation n° 7 : maintenir, avec l'autorisation de la Commission européenne, la garantie de l'État en cas de restructuration d'endettement s'étendant au-delà de la limite de six ans prévue pour les PGE, afin d'inciter davantage à l'étalement des dettes d'une entreprise en difficulté.

Recommandation n° 8 : recourir plus largement à des décotes partielles de créances publiques, sur le principe d'un abandon à parité avec les créanciers privés, majoré pour tenir compte de l'intérêt social du maintien de l'entreprise en activité, afin de permettre le redressement d'entreprises viables mais menacées par leur surendettement.

I. FACE À LA CRISE SANITAIRE, LA FRANCE A RECOURU LARGEMENT AUX PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT, LAISSANT AUX ENTREPRISES UNE PARTIE DE LA PERTE DE REVENUS CONSTATÉE EN 2020

A. L'ENVELOPPE DE PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT A INCARNÉ L'AMPLEUR DU SOUTIEN PUBLIC FACE À LA CRISE

1. Une situation financière des entreprises françaises avant crise marquée par certaines fragilités

La crise sanitaire s'est déclenchée alors que la dynamique économique était plutôt favorable aux entreprises françaises.

En effet, l'activité s'est développée au cours des trois années précédentes et les taux de marge ont progressé. Les entreprises ont pu profiter de cette conjoncture pour renforcer leur trésorerie, tandis que les taux d'intérêt bas ont contribué à limiter la charge d'intérêts, en dépit de la hausse de leur endettement.

Ces constats sont détaillés dans une étude de la Banque de France¹ consacrée aux forces et faiblesses des entreprises à la veille de la crise sanitaire. **Cependant, en 2019, les entreprises françaises n'avaient pas encore effacé tous les stigmates de la crise de 2008**, avec une rentabilité agrégée plus faible qu'en 2007, de même qu'un taux d'investissement des petites et moyennes entreprises (PME) en retrait sur cette période.

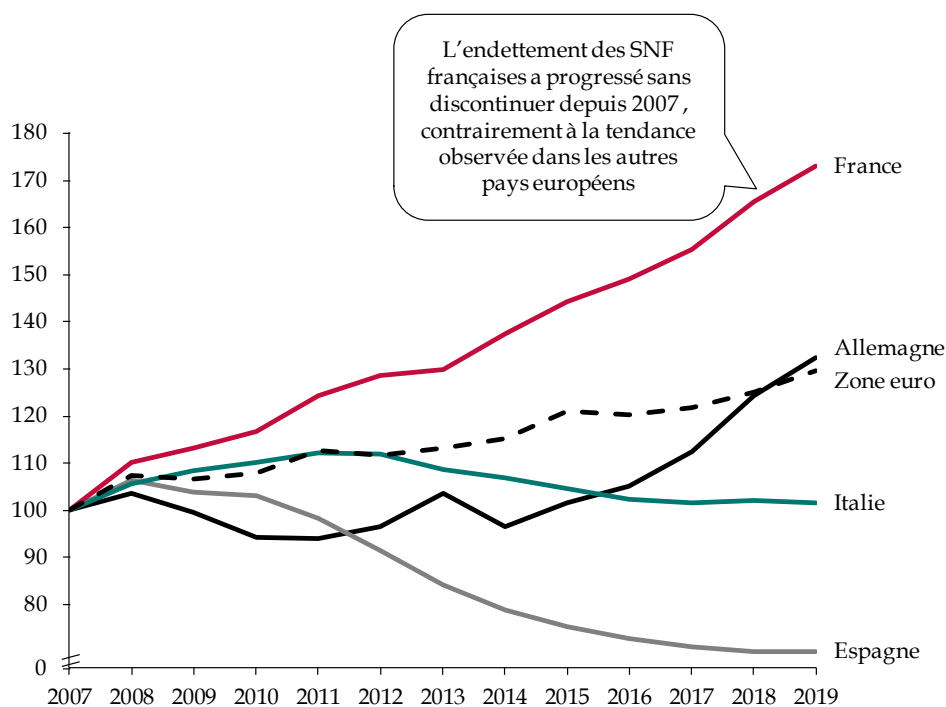
Surtout, **l'endettement financier des sociétés non financières françaises constituait déjà un sujet de préoccupation depuis plusieurs années.**

¹ Benjamin Bureau et Loriane Py, « [La situation financière des entreprises : forces et faiblesses à la veille de la crise sanitaire](#) », Bulletin de la Banque de France, n° 233/3, janvier-février 2021.

En décembre 2017, un rapport du Haut conseil de la stabilité financière (HCSF)¹ avait souligné la **spécificité française résultant d'une progression tendancielle de l'endettement des entreprises** depuis le milieu des années 2000², en dépit d'un niveau initialement plus faible. Comme l'illustre le graphique ci-après, ni la crise financière en 2007-2008, ni la crise de la zone euro en 2011-2012 n'ont conduit les entreprises françaises à mettre en œuvre une stratégie de désendettement, comme observée dans les autres pays européens.

Évolution de l'endettement financier brut des sociétés non financières (SNF) depuis 2007

(base 100 à partir de l'endettement brut en volume en 2007)



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données de la Banque de France

Dans le détail des catégories d'entreprises, la dynamique d'endettement des sociétés non financières françaises concernait **essentiellement les entreprises de taille intermédiaire (ETI) et les grandes entreprises.**

¹ Haut conseil de la stabilité financière, « [État des lieux de l'endettement des agents privés non financiers](#) », décembre 2017.

² À l'appui de ce constat et face à l'hétérogénéité des situations, le HCFP a décidé, en mai 2018, d'une mesure macroprudentielle spécifique visant à limiter l'exposition du secteur bancaire à un incident éventuel d'une grande entreprise. Voir HCSF, [Décision n° D-HCSF-2](#) du 11 mai 2018 relative aux grands risques des institutions systémiques. Concrètement, cette décision a resserré la limite d'exposition d'une banque systémique française envers une entreprise « à risque » à 5 % des fonds propres.

Au contraire, **le levier financier des PME s'était amélioré depuis la crise financière**, à la faveur d'un renforcement des fonds propres supérieur à la hausse de leur endettement¹. Il s'agit là d'un élément important, dans la mesure où les très petites entreprises (TPE) et les PME constituent une part essentielle des PGE octroyés – en nombre comme en volume².

Le diagnostic du HCSF était toutefois tempéré par deux éléments.

Le premier correspond à l'accumulation concomitante de liquidités³, contenant la progression de l'endettement net des entreprises à 2,9 points de PIB entre 2007 et 2017⁴. Cette évolution reflète en particulier une approche plus prudente des plus grandes entreprises dans la gestion de leurs liquidités, avec une forte augmentation des actifs de trésorerie. Elle s'inscrit dans une tendance durable, qui s'est prolongée au-delà de 2017, la somme des dépôts en espèces et des instruments financiers liquides ayant presque doublé entre 2008 et 2019⁵.

Par rapport à leurs concurrentes d'autres pays européens, **les entreprises françaises ont ainsi abordé la crise avec un niveau de trésorerie sensiblement plus élevé**, correspondant à 29 % du PIB, juste derrière les entreprises britanniques (34 %), mais devant l'Italie (21 %) et l'Allemagne (16 %)⁶.

La seconde nuance tient à la décorrélation sensible entre le poids et la charge de la dette, résultant de l'évolution des taux d'intérêt, ce que le graphique ci-après détaille. Malgré un endettement brut en hausse de 75 % entre 2007 et 2019, le ratio renseignant le coût de la dette a diminué, passant de 18,3 % en 2007 à moins de 13 % en 2019.

¹ Maité Graignon, « [Les PME ont abordé la crise de la Covid-19 avec une structure financière renforcée](#) », Bulletin de la Banque de France, n° 232/1, novembre-décembre 2020.

² Au 23 avril 2021, les TPE et PME représente 94 % des entreprises ayant souscrit un PGE, pour 75 % des montants octroyés. Voir [le tableau de bord des prêts garantis par l'État](#), situation au 23 avril 2021, ministère de l'économie, des finances et de la relance et Banque de France.

³ Banque de France, « [Évaluation des risques du système financier](#) », décembre 2020, p. 32.

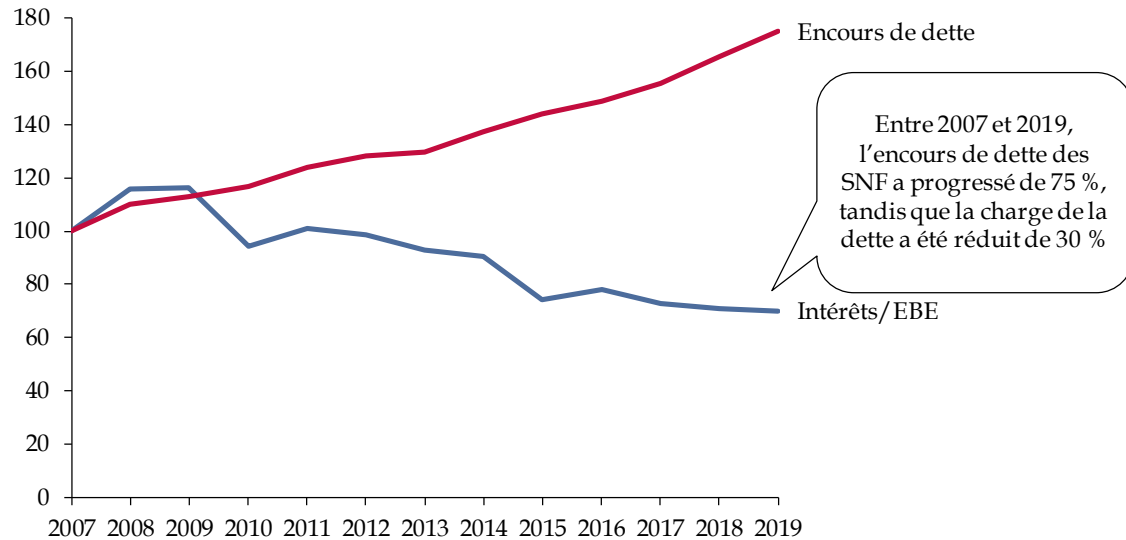
⁴ HCFP, rapport précité, p. 11.

⁵ Mattia Guerini, Lionel Nesta, Xavier Ragot, Stefano Schiavo, « [Dynamique des défaillances d'entreprises en France et crise de la Covid-19](#) », Policy Brief n° 73, Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), 19 juin 2020, p. 3.

⁶ « [Covid-19 credit-support programmes in Europe's five largest economies](#) », Bruegel working paper, 24 février 2021, p. 26.

Évolution de l'encours et de la charge de la dette financière des sociétés non financières (SNF) françaises depuis 2007

(base 100 à partir de l'endettement brut en volume en 2007)



Entre 2007 et 2019, l'encours de dette des SNF a progressé de 75 %, tandis que la charge de la dette a été réduite de 30 %

NB : l'EBE désigne l'excédent brut d'exploitation.

Source : commission des finances du Sénat, à partir des données de la Banque de France

Ce constat n'en demeure pas moins pertinent, principalement pour deux raisons:

- d'une part, **l'endettement financier constitue un facteur de vulnérabilité potentielle des entreprises**, que les taux d'intérêt remontent brutalement ou que la rentabilité s'érode en raison des conséquences économiques de la crise sanitaire ;

- d'autre part, **les entreprises françaises sont particulièrement dépendantes du secteur financier pour l'accès au financement.**

En effet, comme le relève l'OFCE, la dégradation marquée de la différence entre l'actif de court terme et le passif de long terme des entreprises depuis 2007, atteignant - 350 milliards d'euros à la fin 2019, implique que « *le refinancement adéquat des actifs de court terme des sociétés non financières est une condition importante de fonctionnement* »¹.

¹ Mattia Guerini, Lionel Nesta, Xavier Ragot, Stefano Schiavo, OFCE, article précité, p. 4.

Cette observation revêt **une portée particulière pour les PME, compte tenu de la dépendance au crédit bancaire**. En effet, celui-ci représente 85 % de leur endettement en 2019, contre 66 % pour les ETI et 26 % pour les grandes entreprises.

Au plan sectoriel, certains secteurs d'activité particulièrement touchés par les conséquences économiques de la crise sanitaire l'ont abordée avec des **difficultés plus marquées**, à l'instar du commerce et de l'hébergement et restauration.

Le commerce se distingue notamment par la faiblesse de son niveau de trésorerie avant la crise. C'est le seul secteur disposant d'une trésorerie médiane inférieure à un mois de chiffre d'affaires, comme le détaille le tableau ci-après. En outre, cette médiane s'accompagne logiquement d'une proportion non négligeable d'entreprises dont la trésorerie est quasi inexistante, à savoir 8 jours de chiffre d'affaires pour 25 % d'entre elles.

Trésorerie disponible par secteur d'activité en 2019

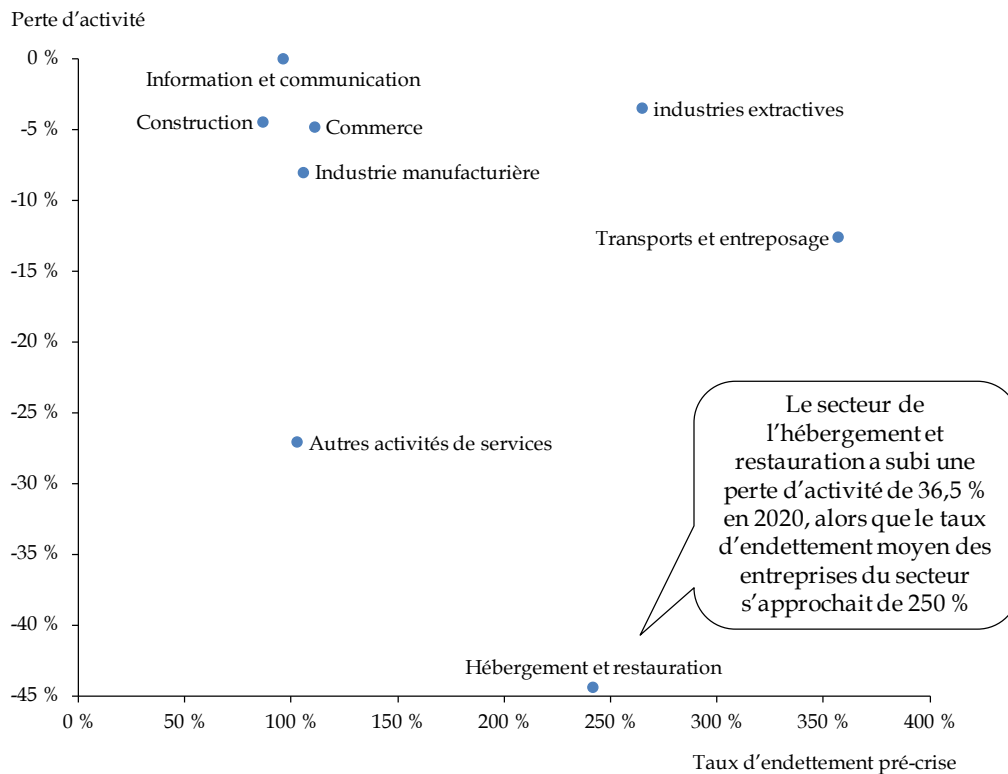
(en jours de chiffre d'affaires)

Secteur d'activité	Médiane	Premier quartile
Commerce	26	8
Transports et entreposage	37	14
Construction	41	13
Industrie manufacturière	46	15
Hébergement et restauration	54	24

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2020

L'hébergement et restauration se caractérise par son haut niveau d'endettement. Ainsi, comme le détaille le graphique ci-après, la forte perte d'activité enregistrée en 2020 par ce secteur (- 36,5 %) se conjugue à un taux d'endettement très élevé (250 % en 2019).

Comparaison sectorielle de la perte d'activité enregistrée en 2020 et du taux d'endettement avant crise



NB : perte d'activité constatée en mars 2021 par rapport au quatrième trimestre 2019. Pour le taux d'endettement, le périmètre porte sur les entreprises dont le chiffre d'affaires annuel excède 750 000 euros, pour lesquelles la Banque de France collecte le bilan. Le taux d'endettement correspond à l'endettement financier rapporté aux fonds propres.

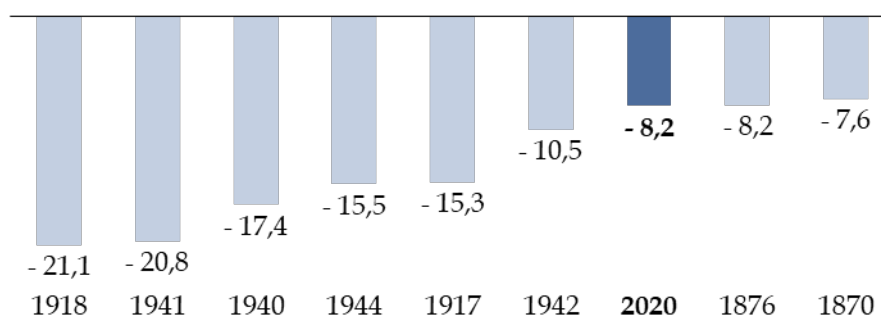
Source : commission des finances du Sénat, à partir des données Insee et Banque de France

2. Un choc inédit, frappant des entreprises françaises déjà fortement endettées

Avec la crise sanitaire, l'économie française est confrontée à un choc sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale, qui s'est traduit par une chute de l'activité de 8,2 % en 2020. Il faut remonter à 1942 pour trouver un recul plus marqué du PIB.

Historique des principaux reculs du PIB en France depuis 1832

(taux d'évolution du PIB en volume)

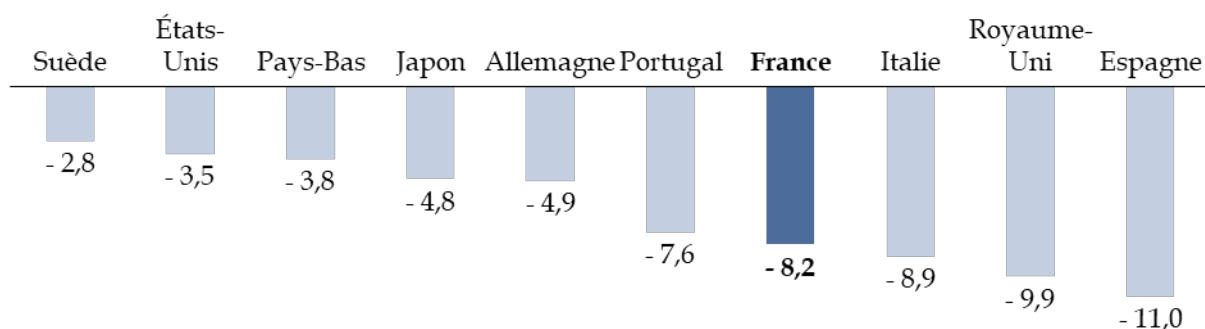


Source : commission des finances du Sénat (d'après : Global Financial Data)

Au regard des crises plus récentes, celle que nous traversons se distingue par son caractère exogène. Contrairement à la crise financière de 2008 ou à la crise des dettes souveraines de 2010, elle n'a pas pour origine un dysfonctionnement interne à l'économie mais la mise en œuvre de restrictions nécessaires pour contenir la diffusion d'un virus. Si la France fait partie des pays où le recul du PIB a été particulièrement prononcé, c'est d'abord en raison de l'intensité et de la durée des mesures mises en œuvre pour endiguer l'épidémie.

Évolution du PIB au sein des principales économies avancées en 2020

(taux d'évolution du PIB en volume)



Source : commission des finances du Sénat (d'après les comptes nationaux)

Au-delà de son ampleur et de sa cause, le choc économique se singularise également par **son impact très différencié selon les secteurs**.

Poids dans le PIB et niveau d'activité des principaux secteurs

(poids en % du PIB, perte d'activité en % par rapport au niveau d'avant-crise)

	Poids dans le PIB	Perte d'activité		
		Avril 2020	Novembre 2020	Mars 2021
Agriculture, sylviculture et pêche	2	- 2	- 1	0
Industrie	14	- 35	- 4	- 7
Fabrication de denrées alimentaires, de boissons et de produits à base de tabac	2	- 14	- 2	- 5
Cokéfaction et raffinage	0	- 26	- 2	- 24
Fabrication de machines et d'équipements électriques	1	- 39	0	- 4
Fabrication de matériels de transport	2	- 70	- 18	- 28
Fabrication d'autres produits industriels	6	- 38	- 2	- 4
Industries extractives, énergie, eau, déchets et dépollution	3	- 23	- 3	- 4
Construction	6	- 59	- 6	- 4
Services principalement marchands	57	- 28	- 10	- 7
Commerce	10	- 38	- 12	- 5
Transports et entreposage	5	- 40	- 19	- 13
Hébergement et restauration	5	- 70	- 47	- 44
Information et communication	3	- 14	- 2	0
Activités financières et d'assurance	5	- 18	- 2	1
Activités immobilières	4	- 6	0	1
Activités scientifiques et techniques	13	- 31	- 7	- 6
Autres services	14	- 63	- 45	- 27
Services principalement non marchands	22	- 25	- 1	1
Total	100	- 30	- 7	- 5

Source : commission des finances du Sénat (d'après la note de conjoncture de l'Insee du 6 mai 2021)

Alors que le premier confinement s'était traduit par une « mise à l'arrêt » généralisée de l'économie, **ceux de novembre et mars ont d'abord pesé sur les secteurs très vulnérables aux contraintes sanitaires**, en particulier dans les domaines des services marchands et du transport. À titre d'illustration, si la construction avait connu une chute d'activité de 59 % lors du premier confinement, elle est aujourd'hui proche de son niveau d'avant-crise (- 4 %), tandis que l'activité reste très déprimée dans le secteur de l'hébergement-restauration (- 44 %).

Face à un tel choc, deux principaux risques pèsent sur les entreprises.

D'une part, dans les secteurs les plus affectés par les contraintes sanitaires, la chute de l'activité peut rapidement conduire de nombreuses entreprises viables à la faillite. Cela se traduirait par une perte de capacité productive, à la fois liée à la disparition de ces entreprises et à la perte d'employabilité des salariés durablement touchés par le chômage¹. Cette perte serait d'autant plus grande que différents travaux suggèrent qu'une proportion importante des entreprises susceptibles de devenir insolvables comptaient avant la crise parmi les plus productives de leur secteur² et pourraient retrouver un niveau normal d'activité une fois l'épidémie jugulée. Ainsi que le résume l'économiste Olivier Blanchard, « *laisser, par exemple, les restaurants (...) faire faillite à grande échelle avant d'en avoir à nouveau besoin une fois la pandémie passée a peu de sens, autant économiquement qu'humainement* »³.

D'autre part, si le choc est moins violent dans le reste de l'économie, les entreprises subissent également les conséquences de la baisse de la demande globale induite par la crise. En effet, une part substantielle de la baisse de la consommation dans les secteurs les plus affectés ne se reporte pas vers les secteurs préservés mais se traduit par une hausse de l'épargne⁴, ce qui est susceptible de provoquer une chute de la demande globale que peuvent ensuite venir renforcer la montée progressive du chômage et les comportements de précaution des entreprises comme des ménages en matière de consommation et d'investissement.

Un cercle vicieux est ainsi susceptible d'apparaître où la chute de la demande privée s'auto-entretient sous l'effet des comportements de précaution des agents économiques, menaçant l'ensemble du tissu productif.

¹ Pour une revue récente de la littérature sur les effets d'hystérèse, voir : Valerie Cerra, Antonio Fatás et Sweta C. Saxena, « *The persistence of a COVID-induced global recession* », 14 mai 2020.

² Voir par exemple : OFCE, « *Dynamique des défaillances d'entreprises en France et crise de la Covid-19* », 19 juin 2020.

³ Olivier Blanchard, « *La crise économique du Covid-19* », *Le Grand Continent*, 23 septembre 2020.

⁴ Pour une analyse approfondie, voir : Veronica Guerrieri, Guido Lorenzoni, Ludwig Straub et Ivan Werning, « *Macroeconomic Implications of COVID-19 : Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?* », *University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper n° 2020-35*, avril 2020.

3. Le PGE, un outil massif de trésorerie pour surmonter l'arrêt de l'activité au deuxième trimestre 2020

Pour permettre aux entreprises de faire face aux conséquences économiques de la crise sanitaire, l'État ne s'est pas contenté de laisser jouer les « stabilisateurs automatiques » mais a adopté **deux types de mesures de soutien** :

- **des transferts directs**, d'une part, conduisant à subventionner les entreprises en leur versant des montants définitivement acquis – indemnisation de l'activité partielle, fonds de solidarité et annulations de cotisations pour les secteurs les plus touchés ;

- **des outils de trésorerie**, d'autre part, accompagnant temporairement l'entreprise sous forme de prêt ayant vocation à être remboursé – reports d'échéances fiscales et sociales et garantie pour des prêts de trésorerie souscrits auprès d'établissement de crédit (PGE).

Si le présent rapport n'a pas pour objectif de dresser un bilan transversal et exhaustif des mesures de soutien, cette distinction est essentielle à deux égards :

- pour les entreprises, **la répartition entre les deux types de dispositifs conditionne la partie du choc qui reste *in fine* à leur charge** ;

- pour les finances publiques, seuls les transferts directs pèsent immédiatement sur le déficit public. En ce sens, les PGE n'ont pas de coût budgétaire direct mais pourront donner lieu à des appels en garantie de l'État.

Indépendamment des mesures de soutien, les entreprises ont aussi rapidement cherché à sécuriser leurs disponibilités financières, en mobilisant à cet effet les lignes de trésorerie disponibles et en recourant, pour les plus grandes d'entre elles, à l'endettement de marché. De fait, la dette contractée en 2020 a autant concerné la dette bancaire que la dette obligataire, avec des émissions à hauteur de 80 milliards d'euros, en hausse de 40 % par rapport à 2019¹.

Il n'en demeure pas moins que **ces types de financement, importants en volume, n'étaient pas accessibles pour une grande majorité d'entreprises**, soit du fait de contraintes de marché pour les entreprises les moins bien notées, soit pour les plus petites d'entre elles².

¹ « [Financement des entreprises par le marché en France en 2020](#) », Observatoire du financement des entreprises par le marché (OFEM), avril 2021.

² Les PME n'ont représenté que 500 millions d'euros du total des émissions obligataires en 2020.

C'est la raison pour laquelle la première loi de finances rectificative du 23 mars 2020¹ a autorisé l'État à apporter sa garantie à des prêts de trésorerie souscrits par les entreprises auprès de leur banque, dans la limite d'un encours maximal de 300 milliards d'euros. L'encadré ci-après en précise les modalités.

Présentation générale des prêts garantis par l'État

Pris en application de l'article 6 de la loi n° 2020-289 du 23 mars 2020 de finances rectificative pour 2020, l'arrêté du 23 mars 2020 précise les principales composantes du cahier des charges des PGE.

1/ Périmètre des entreprises éligibles

La quasi-totalité des entreprises françaises sont éligibles, conformément à la vocation de soutien transversal à la trésorerie des entreprises. Sont exclus les établissements de crédit ou les sociétés de financement, les sociétés civiles immobilières², ainsi que les entreprises faisant l'objet, au 31 décembre 2019, d'une procédure de liquidation judiciaire ou de rétablissement personnel, ou étant en période d'observation d'une procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire³.

2/ Montant empruntable

Le montant du prêt garanti par l'État est **plafonné à 25 % du chiffre d'affaires en 2019** ou constaté lors du dernier exercice clos. Pour les entreprises créées à compter du 1^{er} janvier 2019 et pour les jeunes entreprises innovantes (JEI), un plafond alternatif est prévu, équivalent à la masse salariale sur deux années.

Afin de prendre en compte la saisonnalité de certains secteurs, des dispositions spécifiques s'appliquent aux entreprises des secteurs du tourisme, de la culture et de l'événementiel. Le plafond correspond alors aux trois meilleurs mois de chiffre d'affaires 2019 (PGE « saison »). Dans le secteur de l'aéronautique, le plafond des PGE a également été adapté pour correspondre à la valeur de deux années de stocks (PGE « aéro »).

3/ Quotité de la garantie

La quotité de prêt pouvant faire l'objet de la garantie par l'État varie selon la taille de l'entreprise et s'élève à :

- 90 % pour les entreprises qui emploient en France moins de 5 000 salariés et réalisent un chiffre d'affaires inférieur à 1,5 milliard d'euros lors du dernier exercice clos ;
- 80 % pour les entreprises réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 1,5 milliard d'euros et inférieur à 5 milliards d'euros ;
- 70 % pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 5 milliards d'euros.

¹ Article 6 de la loi n° 2020-289 du 23 mars 2020 de finances rectificative pour 2020.

² À l'exception des SCI de construction-vente, des SCI dont le patrimoine est essentiellement constitué de monuments historiques et qui bénéficient de recettes issues de l'accueil du public et des SCI dont le capital est détenu à 95 % par des organismes de placement immobilier ou par des sociétés de placement collectif immobilier ou par des sociétés d'investissement immobilier.

³ Sauf à ce qu'un plan de sauvegarde ou de redressement ait été arrêté avant l'octroi du prêt.

Pour les entreprises employant moins de 5 000 salariés et dont le chiffre d'affaires est inférieur à 1,5 milliard d'euros, les demandes de garantie portant sur des prêts répondant au cahier des charges font l'objet d'une garantie automatique et sont traitées par Bpifrance Financement SA. Pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 1,5 milliard d'euros, la garantie est accordée par arrêté du ministre en charge de l'économie, des finances et de la relance.

4/ Conditions d'emprunt et d'amortissement

Conformément au cadre temporaire des aides d'État adopté par la Commission européenne le 19 mars 2020¹, **la durée de remboursement des PGE est fixée à six années, avec une première année de différé d'amortissement au terme de laquelle les entreprises peuvent choisir entre le remboursement du capital ou son amortissement sur une durée pouvant aller jusqu'à cinq ans.**

Dans la plupart des cas, **les PGE ont été tarifés par les banques à prix coûtant**². Au coût de la ressource s'ajoute toutefois la commission de garantie de l'État, fixée au plancher prévu par la Commission européenne dans le cadre temporaire des aides d'État et s'établissant :

- pour les entreprises répondant à la définition de PME au sens du droit de l'Union européenne³, à 0,25 % la première année, 0,5 % les deuxième et troisième années et 1 % les quatrième et cinquième années ;
- pour les autres entreprises, à 0,5 % la première année, 1 % la deuxième année et 2 % pour les années suivantes.

Compte tenu de ces deux éléments, pour les prêts remboursés avant 2023, la tarification devrait être inférieure à 1,5 %, garantie comprise, tandis que les prêts remboursés entre 2024 et 2026 devraient représenter un coût total pour l'entreprise de 2 à 2,5 % par an.

Début 2021, la Fédération bancaire française (FBF) a annoncé que les banques laisseraient la possibilité aux entreprises d'opter pour un différé supplémentaire de remboursement du capital d'une année, au cours de laquelle seront uniquement dus les intérêts et le coût de la garantie.

Source : commission des finances du Sénat

¹ Et amendé à cinq reprises par la suite. Pour la version à jour, voir Commission européenne, « Encadrement temporaire des mesures d'aide d'État visant à soutenir l'économie dans le contexte actuel de la flambée de Covid-19 », version consolidée à jour de la communication C(2021) 564 du 28 janvier 2021.

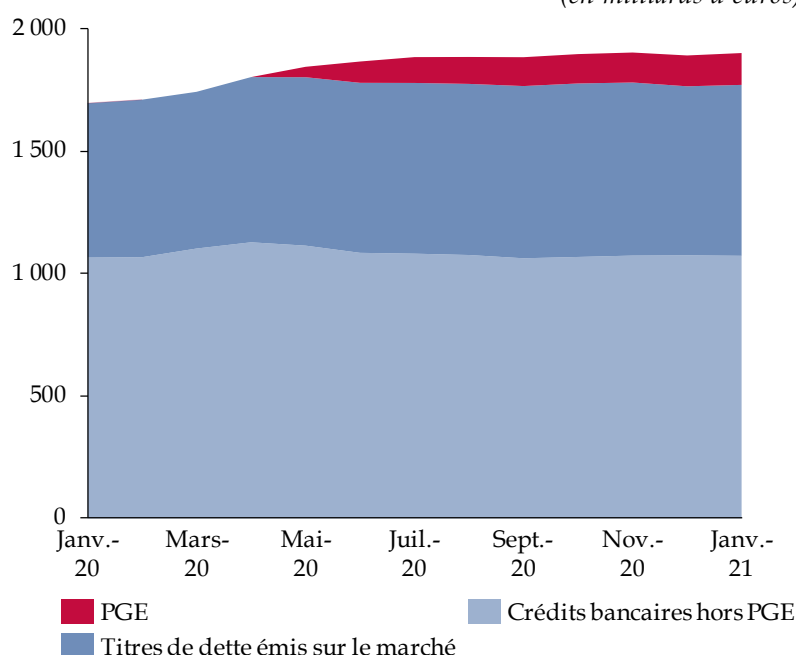
² Conformément à l'engagement de la profession bancaire, par l'intermédiaire de la Fédération bancaire française (FBF).

³ À savoir les entreprises dont l'effectif est inférieur à 250 personnes et qui ont un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 millions d'euros ou un total de bilan n'excédant pas 43 millions d'euros. Cette définition résulte de l'annexe I au règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 déclarant certaines catégories d'aides compatibles avec le marché intérieur en application des articles 107 et 108 du traité.

Les PGE se sont rapidement imposés comme une source de financement importante des entreprises, ce que le graphique ci-après souligne. Au 23 avril dernier, un montant total de 136,4 milliards d'euros avait été octroyé à près de 671 000 entreprises, majorant à eux seuls de 50 % l'ensemble des engagements en garantie donnés par l'État en 2020¹.

Évolution du mode de financement des sociétés non financières françaises

(en milliards d'euros)



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données de la Banque de France

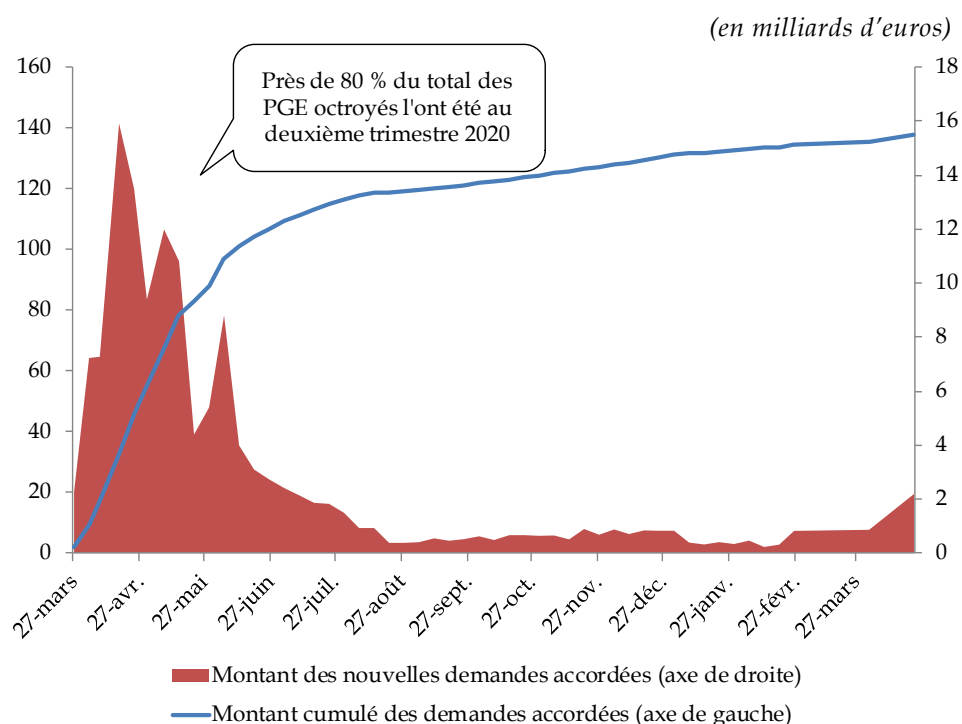
Par l'ampleur de l'encours pouvant être garanti, les PGE ont, à bien des égards, incarné l'engagement du Président de la République d'accompagner « quoi qu'il en coûte » les acteurs économiques, au moyen d'une mesure sans effet budgétaire immédiat et n'entraînant pas de prise en charge des pertes enregistrées par les entreprises.

Surtout, par rapport aux autres mesures de soutien, les PGE se distinguent en ce qu'ils constituent un outil défini et mobilisé essentiellement en réponse à la première vague de propagation de la Covid-19. Les caractéristiques même des PGE le reflètent : le plafond de prêt garanti correspond à trois mois de chiffres d'affaires annuel. Leur diffusion le confirme, puisque près de 80 % du total des PGE accordés² l'ont été au cours du deuxième trimestre 2020, comme l'illustre le graphique ci-après.

¹ Voir [le compte général de l'État pour 2020](#), p. 127.

² Chiffres arrêtés à la fin avril 2021.

Évolution des montants de PGE accordés



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données de la Banque de France – dernier point au 23 avril 2021

4. Un dispositif aux caractéristiques « agressives », déployé à grande échelle en France

À l'appui du cadre temporaire des aides d'État adopté par la Commission européenne dès le 19 mars 2020¹, **de nombreux États membres de l'Union européenne ont recouru à des mécanismes de garantie de prêts de trésorerie.**

Une récente étude publiée par le *think tank* Bruegel² a entendu **comparer les principaux programmes de garantie de prêts mis en place** par les cinq principaux États européens – Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni et Espagne – ainsi que la combinaison de cet outil avec les autres mesures de soutien.

¹ Et amendé à cinq reprises par la suite. Pour une version à jour, voir Commission européenne, « Encadrement temporaire des mesures d'aide d'État visant à soutenir l'économie dans le contexte actuel de la flambée de Covid-19 », version consolidée à jour de la communication C(2021) 564 du 28 janvier 2021.

² « [Covid-19 credit-support programmes in Europe's five largest economies](#) », Bruegel, étude précitée.

Cette étude revient notamment sur la façon dont les États membres ont arbitré entre les différents écueils de tout mécanisme de garantie de prêt, parmi lesquels trois principaux coûts éventuels : pour les finances publiques en cas de soutien trop large, pour l'économie, en cas de maintien en activité d'entreprises peu productives, ainsi que pour les banques, en cas d'accroissement à grande échelle de prêts non performants pesant sur leurs bilans.

De façon analogue au constat dressé par le comité de suivi et d'évaluation des mesures de soutien financier aux entreprises, présidé par M. Benoît Cœuré¹, l'étude conclut à **une position médiane de la France en termes de montants mobilisés au titre des PGE**. Au cours de l'année 2020, l'encours de prêts garantis par l'État atteint ainsi 5 % du PIB de l'année 2019 en France comme au Royaume-Uni, position intermédiaire entre l'Espagne et l'Italie (respectivement 9 % et 8 % du PIB) et l'Allemagne, avec une proportion limitée à 1 % du PIB. De plus, dans tous les pays étudiés, la grande majorité des montants octroyés l'a été au cours du premier semestre, à l'exception notable de l'Italie, où des contingences administratives ont retardé la mise en œuvre du programme.

Au-delà de ces observations générales, l'étude détaille les caractéristiques retenues par les différents pays pour définir leurs mécanismes de prêts garantis en fonction des différents écueils identifiés – risques macroéconomiques et pour les finances publiques résultant d'un soutien trop large à des entreprises non viables et risques pour le secteur financier.

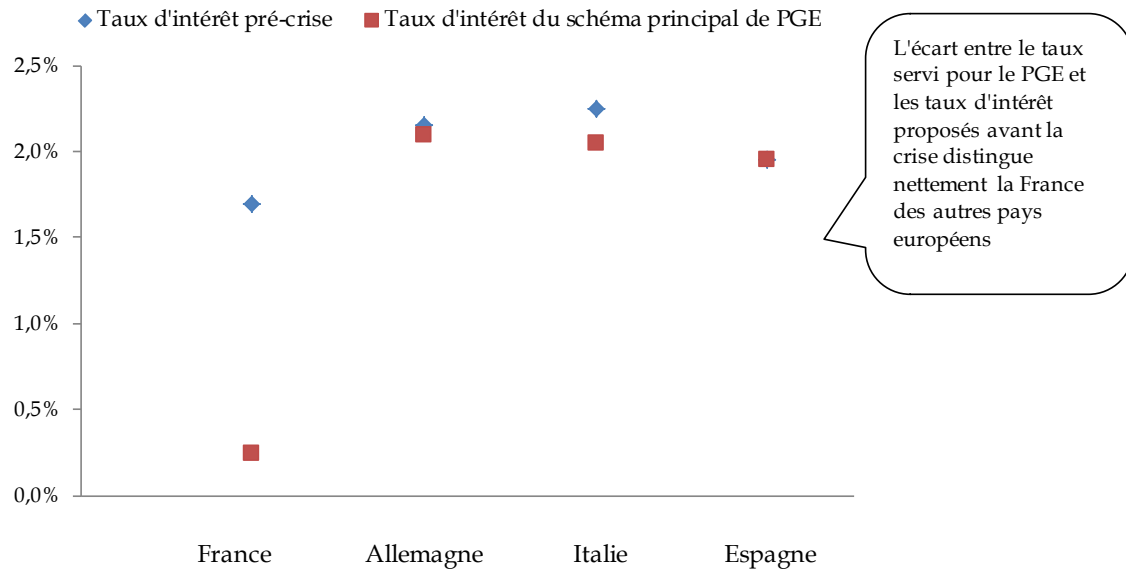
Il en ressort que **les caractéristiques retenues par la France pour ses PGE sont particulièrement « agressives »**, en raison d'un taux d'intérêt très faible et d'un plafond en montant particulièrement généreux, ce qui pourrait « peser sur les bilans bancaires » et « accroître le risque de zombification »².

C'est ce qu'illustre le graphique ci-après, repris de l'étude : les PGE français visaient **non seulement à assurer l'accès aux financements bancaires, mais aussi à en améliorer les conditions d'accès**, ce qui le distingue des mécanismes définis par nos voisins européens.

¹ [Rapport d'étape](#) du comité de suivi et d'évaluation des mesures de soutien financier aux entreprises confrontées à l'épidémie de Covid-19, avril 2021.

² Ibid., p. 15, traduction de l'auteur.

Comparaison du taux moyen d'un PGE pour une PME par rapport au taux en vigueur avant la crise sanitaire



NB : Taux pré-crise pour un emprunt inférieur à 250 000 euros en février 2020.

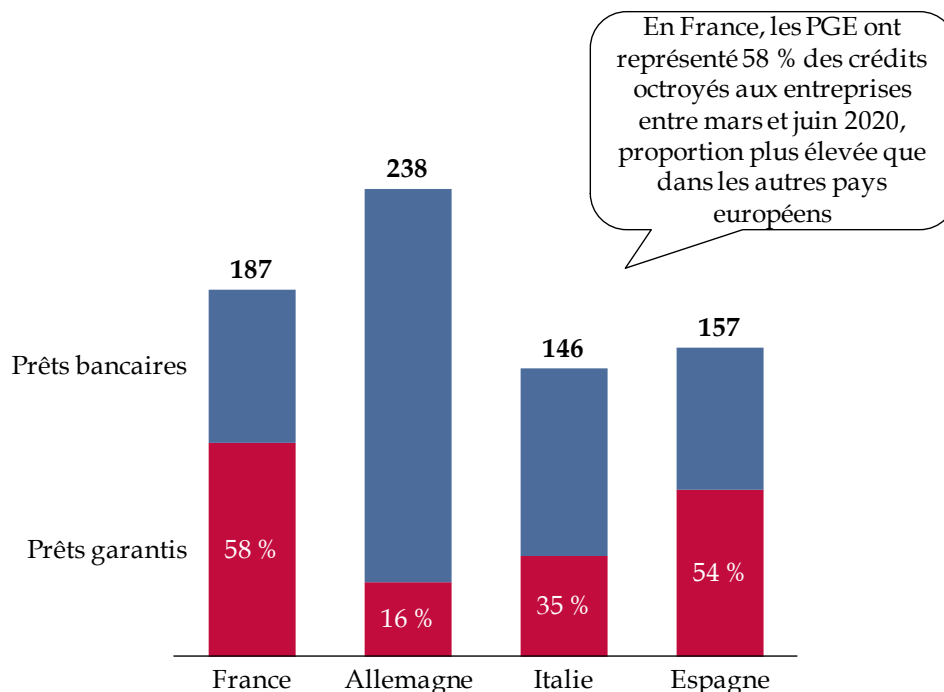
Source : commission des finances du Sénat, à partir du working paper de Bruegel sur les mécanismes publics de soutien au crédit des entreprises (février 2021)

Même si la France n'a pas introduit de garantie à 100 % pour maintenir un partage des risques avec le secteur bancaire, ces caractéristiques ont rendu le PGE « *très attractif pour les entreprises* »¹. C'est sans doute ce qui explique qu'ils aient représenté une part majoritaire (58 %) des crédits aux sociétés financières entre mars et juin 2020, supérieure à la proportion observée pour les autres pays européens, comme le détaille le graphique ci-après.

¹ Ibid., p. 33, traduction de l'auteur.

Composition des crédits accordés aux sociétés non financières entre mars et juin 2020

(en milliards d'euros et en pourcentage)



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données de la Banque centrale européenne

Cette conclusion rejoint certaines des **critiques formulées à l'encontre des caractéristiques des PGE**.

Dans une note publiée par le *think tank* Terra Nova en mai 2020¹, Guillaume Hannezo identifiait différents « *défauts de conception* » dont souffriraient les PGE, parmi lesquels **deux principaux doivent être soulignés** :

- **le premier résulte du choix de la France de sous-tarifier le risque** avec un taux d'intérêt inférieur à celui en vigueur avant la crise sanitaire, au risque d'une sinistralité élevée et d'une absence d'incitation ultérieure des entreprises à renforcer leur bilan en remplaçant les PGE par des fonds propres, sauf à y être contraintes par une situation financière tendue ;

- **le second correspond au rang du PGE dans la hiérarchie des créances**, ce dernier ayant de toute façon « *vocation à se junioriser* » au gré des dettes contractées par la suite, c'est-à-dire voir son rang décroître dans la hiérarchie des créances devant être honorées en cas de faillite².

¹ Guillaume Hannezo, « [Prêts garantis par l'État : sortir du piège de l'urgence](#) », Terra Nova, 18 mai 2020.

² Dans la mesure où ces prêts seraient conçus par la mobilisation de différents leviers juridiques (garanties, maturité ou séniorité), de façon à passer devant le PGE contracté en amont.

Compte tenu de ces différents écueils, **l'auteur conclut à un risque élevé de « Bercy put »**, pour désigner la situation dans laquelle l'État serait **contraint d'abandonner une partie - voire la totalité - de sa créance pour assurer la survie de l'entreprise.**

Ces critiques s'inscrivaient alors à rebours de la principale préoccupation des acteurs économiques et des décideurs publics : préserver au maximum le tissu productif des conséquences de la crise sanitaire.

C'est d'ailleurs le sens de la réponse apportée par le Gouvernement, en soulignant qu'il « *revendique la tarification à « prix coûtant »*, qui ne tient pas compte du risque. **C'est une forme de subvention couplée au prêt lui-même qui vise à minimiser autant que possible le coût pour l'entreprise**, et qui est cohérente avec le choix assumé de rendre le PGE accessible au plus d'entreprises possibles, y compris celles dont la situation financière était déjà fragile. [...] Une tarification plus élevée aurait risqué de beaucoup plus anti-sélectionner les risques et aurait pu conduire à un coût net supérieur pour les finances publiques. [...] S'agissant de la question du rang de priorité sur les autres dettes, le choix économique était, à l'inverse, celui d'obérer le moins possible les capacités d'emprunt autres que le PGE, en s'assurant que le PGE ne mobilise aucune garantie ou sûreté sur l'entreprise ou son dirigeant, et laisse ainsi des marges d'endettement complémentaire. En pratique, imposer un PGE plus senior aurait nui à l'additionnalité du dispositif »¹.

Comme l'a souligné la commission des finances du Sénat², il est probable que le Gouvernement ait cherché à **compenser la faiblesse initiale des dispositifs de socialisation directe des pertes des entreprises sous forme de subvention** (en particulier le fonds de solidarité aux conditions encore très restrictives au début du premier confinement). Les PGE représentaient ainsi symboliquement un parapluie unique de trésorerie de 300 milliards d'euros, ayant vocation à être distribué largement et donc au risque que les conditions qui les entourent soient moins restrictives que dans les autres pays européens qui ont mis en place des outils de garantie plus spécifiques.

¹ Réponse de la direction générale du Trésor au questionnaire du rapporteur général.

² Voir par exemple : rapport sur le projet de loi de finances rectificative pour 2020 n° 406 (2019-2020) d'Albéric de Montgolfier, rapporteur général, fait au nom de la commission des finances et déposé le 21 avril 2020, pp. 21-28.

B. EN DÉPIT DE LEUR EFFICACITÉ À COURT TERME, LES PGE DOIVENT DÉSORMAIS RELEVER LE DÉFI DE L'ALLONGEMENT DE LA CRISE

1. Une efficacité certaine des PGE à court terme, sans occulter d'indéniables effets d'aubaine qui restent toutefois limités

a) L'efficacité des PGE à court terme

Compte tenu des caractéristiques présentées ci-avant, l'ampleur du recours aux PGE par les entreprises ne saurait surprendre.

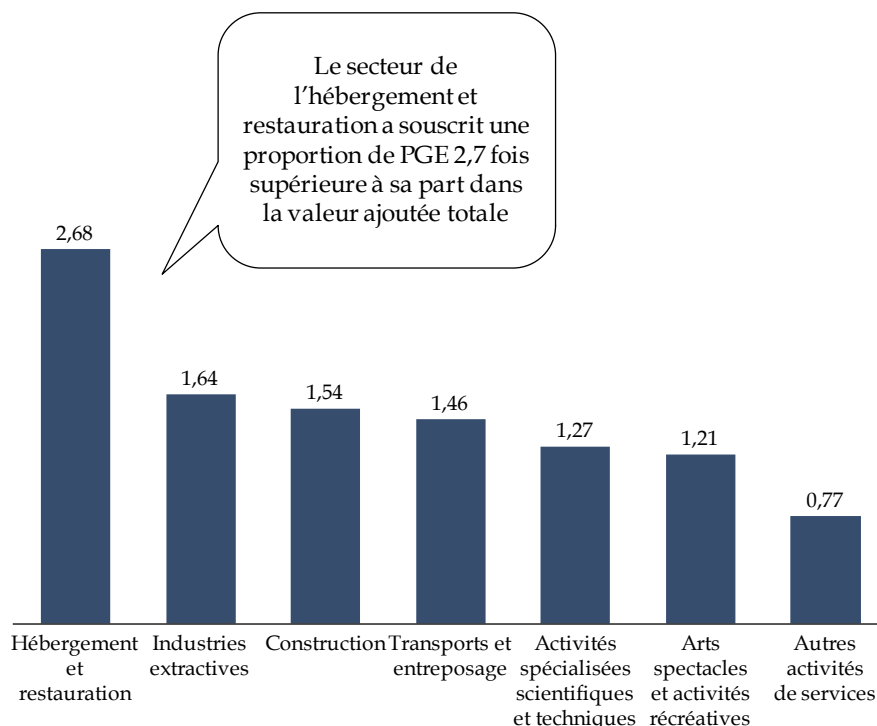
L'étude de l'Institut des politiques publiques (IPP) commandée par la commission des finances¹ souligne ainsi que **près de 30 % des TPE et plus de 45 % des PME ont souscrit un PGE en 2020**. Il s'agit d'une proportion inédite au regard des précédents mécanismes de garantie de prêts.

Cette proportion agrégée s'accompagne de surcroît d'**une forte hétérogénéité selon les secteurs d'activité**.

Comme le détaille le graphique ci-après et sans surprise, **le secteur de l'hébergement et restauration se distingue par la forte intensité du recours au PGE, puisque 60 % des entreprises de ce secteur ont bénéficié d'un PGE**. En outre, l'étude de l'Institut des politiques publiques indique qu'il s'agit du secteur parmi lequel la proportion de bénéficiaires « plafonnés », à savoir ceux ayant été contraints par le plafond de 25 % du chiffre d'affaires, est la plus élevée (près du quart des entreprises bénéficiaires).

¹ Laurent Bach, Nicolas Ghio, Arthur Guillouzouic, Clément Malgouyres, « Rapport d'évaluation de la contrainte pour les entreprises du remboursement des prêts garantis par l'État », Institut des politiques publiques, avril 2021. L'intégralité de l'étude est reproduite en annexe du présent rapport.

Intensité sectorielle du recours aux PGE



NB : L'intensité du recours aux PGE est mesurée à l'aide d'un ratio mettant en regard la part du secteur dans les montants de PGE alloués à sa part dans la valeur ajoutée.

Source : commission des finances du Sénat, à partir des données du tableau de bord des PGE

L'étude de l'Institut des politiques publiques s'attache au rôle joué par les caractéristiques préalables à la crise des entreprises dans la participation au dispositif.

Cette démarche présente **un double intérêt :**

- d'une part, **pour apprécier l'efficacité du dispositif**, afin de mesurer la sélectivité dans l'octroi des PGE ;
- d'autre part, **pour définir les réponses appropriées en sortie de crise**, afin d'évaluer le nombre d'entreprises ayant souscrit en PGE susceptibles de se trouver en situation d'illiquidité ou d'insolvabilité.

Il ressort de cette analyse **une relation en « cloche » dans le recours aux PGE par les entreprises, que ce soit en termes de niveau initial d'endettement ou de rentabilité**¹. En d'autres termes, « les entreprises les plus mal en point n'ont pas eu recours aux PGE, potentiellement parce que les chances d'obtenir un prêt bancaire étaient trop faibles, même avec une garantie d'État. Les entreprises en meilleure santé financière ont également eu moins recours au

¹ Laurent Bach et al., Institut des politiques publiques, rapport précité, avril 2021, étude précitée, pp. 27-28.

dispositif, probablement parce que leur santé financière ne nécessitait pas d'emprunter »¹.

Une relation différente émerge du recours aux PGE en fonction du taux d'investissement initial, avec une relation croissante entre le recours aux PGE et l'investissement. Les auteurs émettent ainsi l'hypothèse que, pour certaines entreprises, le PGE a permis de faire face aux charges d'investissements engagés préalablement à la crise sanitaire et auxquelles les autres mesures de soutien n'apportaient pas de réponse adaptée.

Ces conclusions sont en ligne avec la distribution des PGE octroyés en fonction de la cote de crédit des entreprises. Le graphique ci-après le souligne : **l'introduction d'une garantie publique ne s'est pas traduite par une déformation de la cotation des entreprises accédant au crédit**, avec une proportion identique de 57 % des entreprises cotées d'excellent (3++) à assez fort (4).

Autrement dit, **les banques ont maintenu un effort de sélection identique à celui qu'elles opéraient avant la crise dans l'octroi des PGE**, ce qui peut s'expliquer par le partage des risques entre l'État et les banques maintenu par le dispositif, avec une quotité garantie plafonnée au maximum à 90 %².

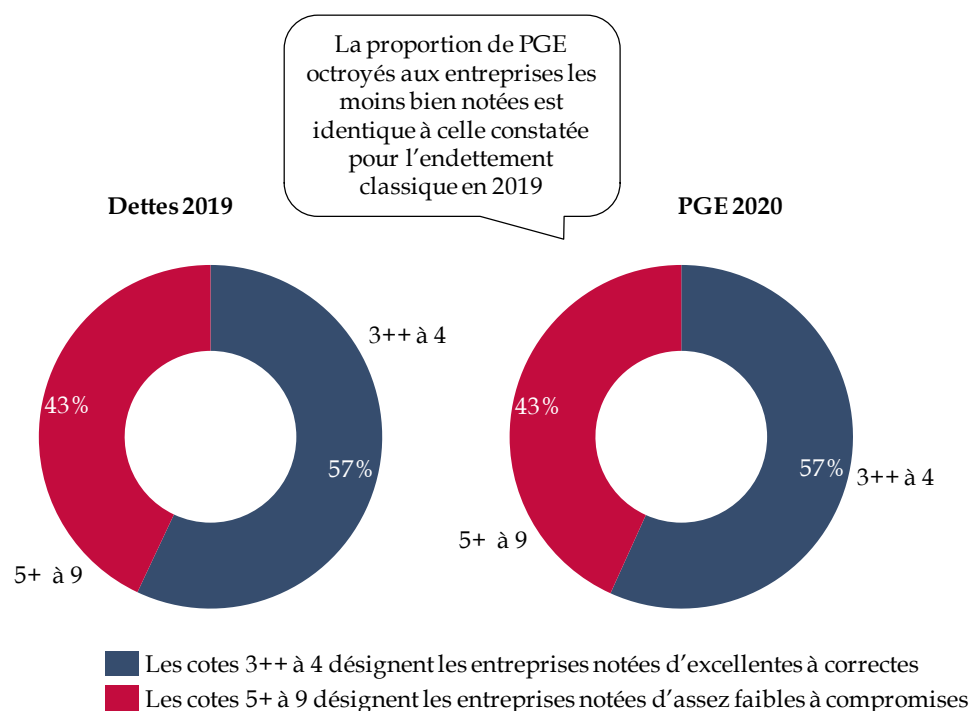
Avec un taux de refus qui atteint 2,9 % des dossiers éligibles³, il semble que **le risque d'anti-sélection a donc pu être évité.**

¹ Ibid., p. 27.

² S'il faut y voir un facteur positif pour la sinistralité ultérieure du dispositif, il a fallu définir des solutions alternatives pour les entreprises écartées. C'est d'abord le rôle qu'a joué efficacement le médiateur du crédit, en offrant une « voie d'appel » aux entreprises s'étant vu refuser un PGE, aboutissant favorablement dans plus de la moitié des cas. En 2020, 14 147 entreprises ont été éligibles à la médiation, dont une forte proportion de TPE (84 %), pour l'essentiel au cours du deuxième trimestre², lors de la phase d'intense diffusion des PGE. Au-delà, à l'initiative du Sénat, une solution ad hoc de prêts participatifs octroyés par le fonds de développement économique et social (FDES) a été prévue par la deuxième loi de finances rectificative pour 2020. Au 31 mars 2021, 113 aides avaient été octroyées dans le cadre de ce dispositif, pour un montant total de 87 millions d'euros.

³ Au 23 avril 2021, source Banque de France.

Comparaison de la répartition des emprunts octroyés aux entreprises par cote de crédit en 2019 et par des PGE en 2020



NB : Les proportions sont appréciées pro-forma, à savoir sur les entreprises cotées au FIBEN.

Source : commission des finances du Sénat, à partir des données de la Banque de France

Ces observations générales sont toutefois démenties pour les PGE alloués aux grandes entreprises par arrêté du ministre de l'économie, des finances et de la relance.

En effet, l'étude de l'Institut des politiques publiques met en évidence **une surreprésentation des entreprises qui enregistraient le plus de difficultés avant la crise sanitaire**, avec des taux de recours excédant 50 % pour les déciles d'endettement ou de rentabilité les plus dégradés, sans que la corrélation entre le taux d'investissement et le recours aux PGE ne se retrouve.

Pour ces entreprises, les PGE semblent avoir joué le rôle, sinon de palliatif à une recapitalisation, à tout le moins de relais vers le capital. Or certaines situations concernent des entreprises dont l'État est actionnaire, pour la recapitalisation desquelles le Parlement a pourtant rapidement ouvert une enveloppe exceptionnelle de 20 milliards d'euros.

b) Des effets d'aubaine réels, qui restent toutefois limités

Au-delà de la sélection initiale, l'étude de l'Institut des politiques publiques apprécie **la façon dont l'exposition aux conséquences économiques de la crise sanitaire influence le recours aux PGE**. Il s'agit ainsi d'estimer **la capacité du dispositif à bénéficier aux entreprises en ayant le plus besoin**.

Les conclusions de l'étude attestent d'une réelle efficacité des PGE pour cibler les entreprises les plus affectées par les conséquences économiques de la crise sanitaire, dans une proportion pouvant aller du simple au double¹.

Plusieurs travaux portaient déjà sur l'évaluation du rôle et de l'efficacité des mesures de soutien. **Récemment, la direction générale du Trésor a publié une note consacrée à l'impact de la pandémie de Covid-19 sur les entreprises françaises**². Sur la base d'un modèle de micro-simulation étudiant la situation financière de près de deux millions d'entreprises françaises, la note estime que la part d'entreprises ayant un besoin de liquidité aurait cru de 20,4 points par rapport à une situation normale, pour atteindre 36 %, conduisant à un besoin d'endettement de 168 milliards d'euros. **Les mesures de soutien auraient permis de réduire cette progression à 8,4 points**, soit 24 % d'entreprises ayant un besoin de liquidité, pour un besoin d'endettement de 148 milliards d'euros. Toutefois, dans cette étude, les PGE ne sont pas comptabilisés au titre des mesures de soutien : ils viennent plus globalement aider les entreprises à répondre à la hausse de leur besoin de liquidité.

Cependant, **l'étude de l'Institut des politiques publiques commandée par la commission des finances se distingue des travaux déjà publiés à deux points de vue** :

- d'une part, **en ciblant uniquement les PGE**, là où la plupart des analyses produites jusqu'à présent envisagent indistinctement l'effet de l'ensemble des mesures de soutien ;

- d'autre part, **en opérant sur des données réelles**, là où de nombreux travaux s'appuient sur des modèles économétriques, à l'instar de l'étude de la direction générale du Trésor.

Concernant l'utilisation du PGE, une certaine souplesse semble avoir prévalu. En effet, s'il est prévu que « *les concours totaux apportés par l'établissement prêteur à l'entreprise concernée ne doivent pas avoir diminué, lors de l'octroi de la garantie, par rapport au niveau qui était le leur le 16 mars 2020* »³, cette condition s'apprécie uniquement à la date de l'octroi de la garantie sur le nouveau prêt contracté.

¹ Laurent Bach et al., Institut des politiques publiques, rapport précité, avril 2021, pp. 35-37.

² Benjamin Hadjibeyli, Guillaume Roulleau, Arthur Bauer, « [L'impact de la pandémie de Covid-19 sur les entreprises françaises](#) », direction générale du Trésor, Trésor-Éco n° 282, avril 2021.

³ Article 6 de la loi n° 2020-289 du 23 mars 2020 de finances rectificative pour 2020.

Ce critère d'additionnalité n'écarte donc pas la possibilité pour l'entreprise, ensuite, de refinancer des dettes antérieures souscrites à des conditions de marché ou de garantie moins favorables. La Banque de France a confirmé cette possibilité, en indiquant que « *la trésorerie apportée par le PGE est à la disposition de l'entreprise, sans affectation prévue. Rien n'interdit que cette trésorerie disponible serve à rembourser des dettes antérieures* »¹. De même, sur la base des premières données disponibles, l'étude de l'Institut des politiques publiques met en évidence la probabilité que certaines entreprises aient refinancé des dettes financières non garanties avec leur PGE, compte tenu du faible coût de ce dernier². Certaines entreprises ont également mobilisé les PGE pour financer des investissements, ce qui souligne un autre type d'effet d'aubaine.

Les différentes auditions conduites avec des professionnels ont d'ailleurs confirmé cette pratique, ce qui **interroge sur la décision de la France d'avoir privilégié les PGE comme palliatif d'une subvention.**

2. Malgré les mesures de soutien, une part importante du coût de la crise reste à la charge des entreprises françaises

Si les PGE constituent une mesure de soutien importante, son principal objectif est de **permettre aux entreprises d'étaler le coût de la crise sur plusieurs exercices**. En cela, elle se distingue fondamentalement des mesures de soutien visant à **faire prendre en charge le coût de la crise par les administrations publiques**.

Ainsi, alors que les PGE ont rapporté 0,2 milliard d'euros à l'État en 2020, les autres mesures de soutien et de relance ont, à l'inverse, pesé sur le déficit public à hauteur de **74,5 milliards d'euros, soit 3,3 % du PIB**.

¹ Réponse de la Banque de France au questionnaire du rapporteur général.

² Laurent Bach et al., Institut des politiques publiques, rapport précité, avril 2021, pp. 48 et 53.

Coût des mesures de soutien et de relance en 2020

(impact sur le déficit public 2020, en milliards d'euros)

Activité partielle (hors part relevant du plan de relance)	27,4
Fonds de solidarité (hors part assureurs)	15,9
Dépenses de santé	14
Exonération de cotisations sociales	7,9
Prolongation des revenus de remplacement et décalage de la réforme de l'assurance chômage	2,1
Aide exceptionnelle aux indépendants	1,8
Plan de relance	1,8
Sinistralité des PGE nette des primes	- 0,2
Autres mesures (ex : plans sectoriels, primes de solidarité, etc.)	3,8
Total	74,5

Source : commission des finances du Sénat (d'après le programme de stabilité 2021)

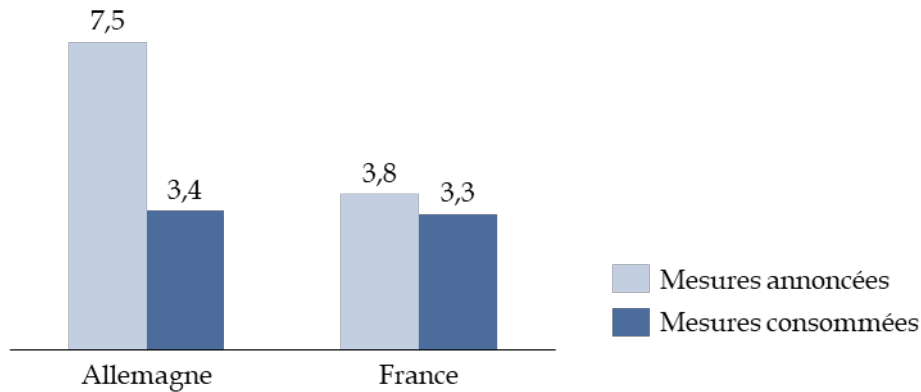
L'instrument des PGE ne peut donc être analysé sans tenir compte des autres mesures de soutien. Schématiquement, une socialisation plus importante des pertes des entreprises devrait conduire à un moindre besoin de recourir aux PGE et faciliter leur remboursement.

À cet égard, si la France avait dans un premier temps privilégié le recours aux PGE à la socialisation directe des pertes des entreprises, afin de minimiser le coût de la crise pour les finances publiques, **sa prolongation a conduit à un rééquilibrage, avec le renforcement progressif du fonds de solidarité et des exonérations de cotisations sociales.**

Au total, les mesures de soutien et de relance effectivement décaissées l'an dernier **apparaissent finalement d'une ampleur comparable à celles réellement engagées en Allemagne**, qui a consommé un peu moins de la moitié des crédits annoncés.

Comparaison du coût des mesures de soutien et de relance mises en œuvre en France et en Allemagne en 2020

(impact sur le déficit public 2020, en % du PIB)



Précision méthodologique : l'estimation du coût des mesures annoncées est tirée des rapports-pays du FMI de janvier 2021, tandis que le coût des mesures consommées est tiré des programmes de stabilité d'avril 2021 des deux pays.

Source : commission des finances du Sénat

Ce type de comparaison est toutefois **trop frustré** pour apprécier la différence de stratégie entre les différents pays.

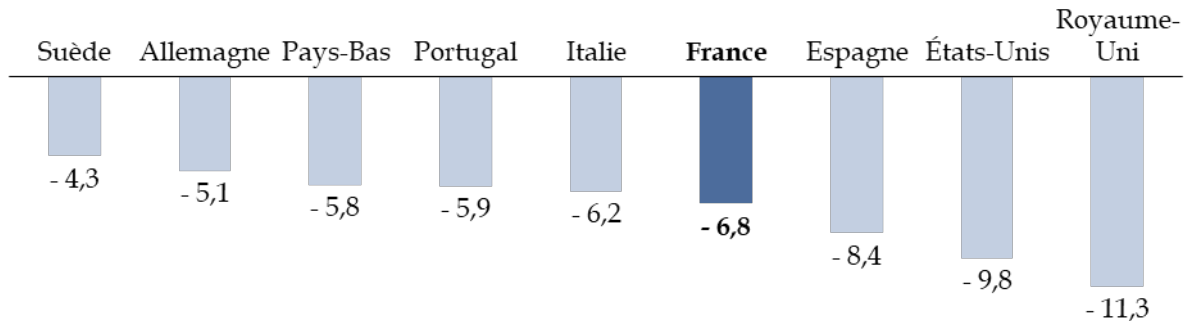
En effet, il néglige tout d'abord le rôle décisif des « stabilisateurs automatiques », par le biais desquels les administrations publiques prennent mécaniquement en charge une partie du coût de la crise du fait de la baisse des recettes et de la hausse des dépenses sociales qu'elle entraîne. À titre d'exemple, on estime qu'une baisse de l'activité de 1 % du PIB se traduit automatiquement en France par une hausse du déficit public de 0,6 point de PIB, contre seulement 0,3 à 0,4 point de PIB aux États-Unis¹. Pour atteindre un même degré de socialisation des pertes dans les deux pays, les mesures de soutien discrétionnaires devront ainsi être environ 60 % plus élevées aux États-Unis.

Une façon de corriger ce biais est d'évaluer l'effet global de la crise sur le déficit public, ce qui permet de tenir compte à la fois des « stabilisateurs automatiques » et des mesures discrétionnaires de soutien et de relance. **Ainsi mesuré, le niveau de soutien des administrations publiques françaises apparaît intermédiaire.** Il est significativement plus élevé aux États-Unis et au Royaume-Uni, où la faiblesse des « stabilisateurs automatiques » a été largement compensée par des plans de soutien massifs.

¹ BCE, « Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the Covid-19 crisis », ECB Economic Bulletin, Issue 6/2020, 2020.

Effet de la crise sur le déficit public 2020 au sein des principales économies

(en % du PIB 2019)



Précision méthodologique : l'effet de la crise correspond à la différence entre le déficit public 2020 anticipé par le FMI dans ses prévisions d'octobre 2019 et le déficit effectivement constaté.

Source : commission des finances du Sénat (d'après les Perspectives de l'économie mondiale du FMI)

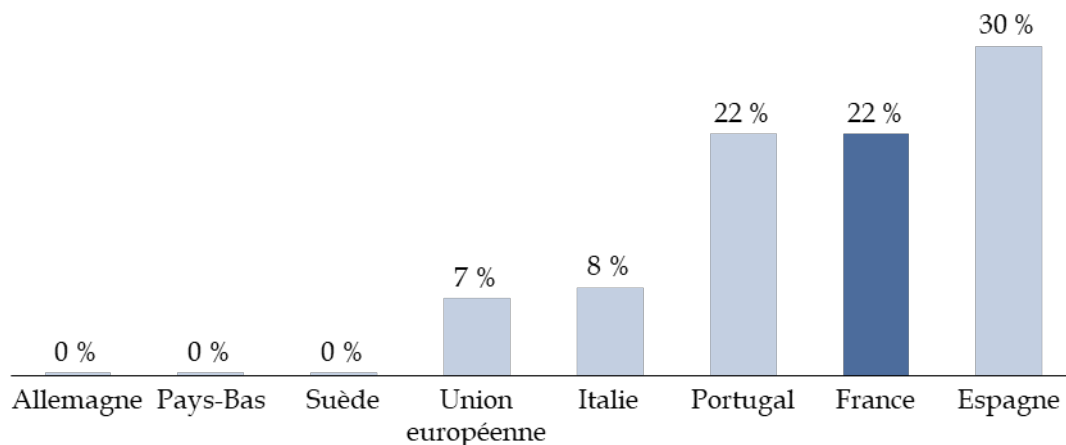
Cet indicateur ne permet toutefois de tenir compte ni de l'intensité de la crise – un soutien budgétaire de même ampleur dans deux pays peut ainsi masquer un niveau de prise en charge publique très différent si le choc sur l'activité varie du simple au triple, comme ce fût le cas en 2020 –, **ni des bénéficiaires des mesures, qui peuvent être les entreprises mais aussi les services publics et les ménages.**

Afin de corriger ces biais, il est désormais possible de **mesurer plus directement les pertes qui restent au bilan des entreprises** à partir des comptes nationaux trimestriels de 2020.

Alors que le niveau global de soutien à l'économie apparaît intermédiaire en France, **la part du coût de la crise restant à la charge des entreprises se révèle significativement supérieure à la moyenne européenne.** La différence est particulièrement marquante avec des pays comme l'Allemagne et la Suède, où l'intensité de la crise a été moins forte, ce qui a permis aux mesures de soutien de socialiser l'ensemble des pertes des entreprises.

Estimation de la part de la perte de revenu enregistrée en 2020 restée à la charge des entreprises

(en pourcentage de la perte de revenu disponible brut de l'ensemble de l'économie)



Note de lecture : au Portugal et en France, les entreprises ont supporté 22 % de la perte de revenu subie par l'ensemble de l'économie en 2020.

Précision méthodologique : pour la France, l'impact de la transformation du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) sur les comptes des entreprises en 2019 a été neutralisé.

Source : commission des finances du Sénat (d'après les données d'Eurostat)

Ce constat macroéconomique préoccupant apparaît corroboré par les premières études microéconomiques. Ainsi, le rapport dressé par le comité de suivi et d'évaluation des mesures de soutien financier aux entreprises, présidé par M. Benoît Cœuré¹, indique que « *les aides ont compensé la baisse du chiffre d'affaires subie au deuxième trimestre à un niveau en moyenne substantiel mais très variable selon les secteurs* », notamment parce que **la masse salariale, quasi intégralement indemnisée par l'activité partielle, représente une part très variable du chiffre d'affaires selon les secteurs.** Par exemple, dans le secteur des matériels de transport, la baisse du chiffre d'affaires de 48 % n'a été compensée qu'à hauteur de seulement 2 % par les subventions.

À cet égard, il apparaît **regrettable que la France ait tant tardé à adopter un dispositif permettant d'indemniser plus largement les coûts fixes**, sur le modèle mis en place dès le premier confinement par l'Allemagne. À titre de rappel, l'aide de l'État versée par le fonds de solidarité s'élevait à un montant forfaitaire de 1 500 euros par mois durant le premier confinement, tandis que le montant retenu en Allemagne était proportionné aux coûts fixes non couverts par l'activité et les autres aides, plafonné à 15 000 euros sur trois mois.

¹ [Rapport d'étape](#) du comité de suivi et d'évaluation des mesures de soutien financier aux entreprises confrontées à l'épidémie de Covid-19, avril 2021.

3. Après un an de crise sanitaire, une interrogation sur la capacité des entreprises à honorer leurs remboursements

Si les PGE ont permis aux entreprises de sécuriser leur trésorerie face à la première vague de l'épidémie, **l'efficacité et les conséquences du dispositif sur les entreprises interrogent à plus long terme.**

Comme le relevait la Banque de France, en décembre dernier, à propos du risque de défaut des entreprises françaises, « *une bifurcation [est] possible : une reprise assez rapide minimiserait les pertes et favoriserait un remboursement accéléré du surcroît de dette ; une activité durablement déprimée pourrait au contraire aggraver rapidement la situation sans que les dispositifs de soutien publics ne puissent contenir le risque* »¹.

Face à cette situation, à la demande du Gouvernement, les établissements de crédit se sont engagés par l'intermédiaire de la Fédération bancaire française (FBF) à **accepter toutes les demandes de différé supplémentaire d'un an d'amortissement du PGE**. Contrairement à la première année, au cours de laquelle l'entreprise n'encourait aucune échéance, ce report complémentaire ne porte que sur le principal du prêt, les intérêts et la commission de garantie de l'État devant, pour leur part, être acquittés.

Les premiers éléments confirment que la majorité des entreprises font usage de cette faculté : au 23 avril, la FBF indiquait que 53 % des 500 000 entreprises ayant formulé leur choix d'amortissement optaient pour le différé complémentaire d'un an. Parmi ces entreprises, qui représentent les trois quarts des PGE octroyés, **une large majorité opte pour un remboursement sur la durée maximale autorisée (68 % des entreprises)**, 14 % choisissant de le rembourser dès 2021, 6 % de l'amortir entre 2022 et 2023 et 11 % de l'amortir entre 2024 et 2025. Pour certaines d'entre elles, le choix correspond sans doute à un comportement de précaution face à l'incertitude du calendrier et des conditions de la reprise d'activité.

Force est néanmoins de constater que cet ajustement n'apporte qu'une réponse imparfaite, étant donné qu'il contribue *in fine* à intensifier les échéances ultérieures, la durée totale du PGE restant identique.

Comme le souligne l'étude de l'Institut des politiques publiques, « *la persistance de la crise du fait des deuxième et troisième vagues oblige les entreprises à épuiser encore davantage leurs réserves de liquidités et de fonds propres* »². De nombreuses entreprises réfléchissent à la façon dont elles pourront honorer les remboursements du PGE qu'elles ont contracté, alors qu'**un tiers d'entre elles aurait déjà consommé une majorité du montant**

¹ Banque de France, « [Évaluation des risques du système financier](#) », précité, décembre 2020, p. 43.

² Laurent Bach et al., Institut des politiques publiques, rapport précité, avril 2021, p. 15.

octroyé¹ et que 8 % des TPE et PME craignent déjà de ne pas pouvoir le rembourser².

Par ailleurs, les choix initiaux de la France, qualifiés d'« agressifs » par l'étude comparative de Bruegel, réduisent les marges de manœuvre pour la suite. En effet, si certains pays européens ont retenu un délai d'amortissement plus long, allant parfois jusqu'à dix ans, c'est en faisant usage de la souplesse laissée par le cadre temporaire des aides d'État³ et en retenant des taux d'intérêt fortement supérieurs⁴.

Un allongement de la durée de remboursement des PGE au-delà de six ans, avancé comme une possibilité par le Gouvernement⁵, ne devrait donc pas être retenu pour des raisons tant pratiques que juridiques. D'autres mesures, visant à améliorer la solvabilité des entreprises, sont à privilégier.

C'est la raison pour laquelle il importe désormais de **définir des mesures d'accompagnement pour traiter les écueils susceptibles d'être engendrés par les PGE à moyen terme**, comme l'envisage ce rapport.

¹ En septembre 2020, selon l'étude « [Fragilités et résilience des entreprises dans la crise covid](#) », Groupe BPCE, 9 décembre 2020, p. 10.

² Selon le baromètre Bpifrance-Rexecode, février 2021.

³ Point 25 b), Commission européenne, « Encadrement temporaire des mesures d'aide d'État visant à soutenir l'économie dans le contexte actuel de la flambée de Covid-19 », version consolidée à jour de la communication C(2021) 564 du 28 janvier 2021.

⁴ Comme en Allemagne, en Italie ou au Royaume-Uni, où les taux d'intérêt appliqués s'élèvent, pour des prêts garantis à 100 % et d'une maturité de 10 ans, respectivement à 3 %, 2 % et 2,5 %.

⁵ Voir par exemple les déclarations du ministre de l'économie, des finances et de la relance, M. Bruno Le Maire, lors de son audition devant la commission des finances du Sénat [le 27 janvier 2021](#).

II. LE SURCROÎT D'ENDETTEMENT AUQUEL PARTICIPENT LES PGE POURRAIT AFFECTER LA CAPACITÉ DE REBOND DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

A. L'AUGMENTATION DE L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES, UN RISQUE ÉCONOMIQUE IDENTIFIÉ

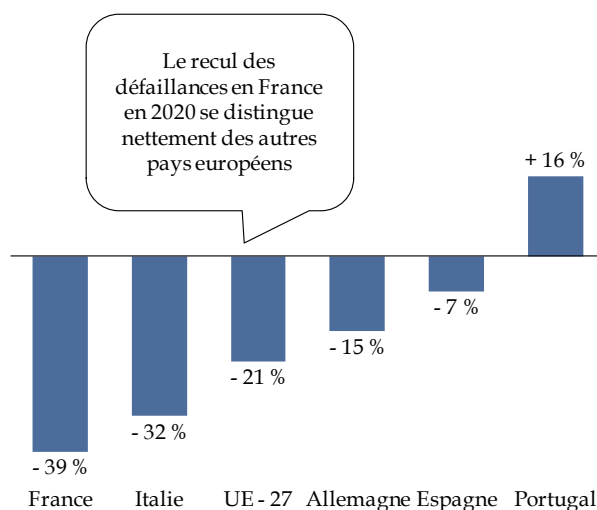
1. Une incertitude sur l'ampleur des conséquences de la crise du fait du « gel des défaillances »

Les conséquences de moyen et long terme de la crise ne manquent pas d'inquiéter, même si les dernières interventions publiques, notamment du Gouverneur de la Banque de France, se veulent rassurantes. **La question de la santé financière des entreprises est au cœur des enjeux**, une fois les mesures de soutien éteintes, **pour s'assurer une reprise économique aussi forte que possible.**

Mais les conséquences réelles de la crise se révèlent complexes à apprécier, d'autant plus que **le nombre de défaillances d'entreprises en 2020 a fortement reculé**, contrairement aux tendances habituellement observées en période de crise.

Tel est particulièrement le cas de la France, où la « congélation » de l'économie est forte : si la baisse des défaillances par rapport à 2019 est en moyenne de **21 % au sein de l'Union européenne**, ce recul atteint **39 % en France**, ce que détaille le graphique ci-après.

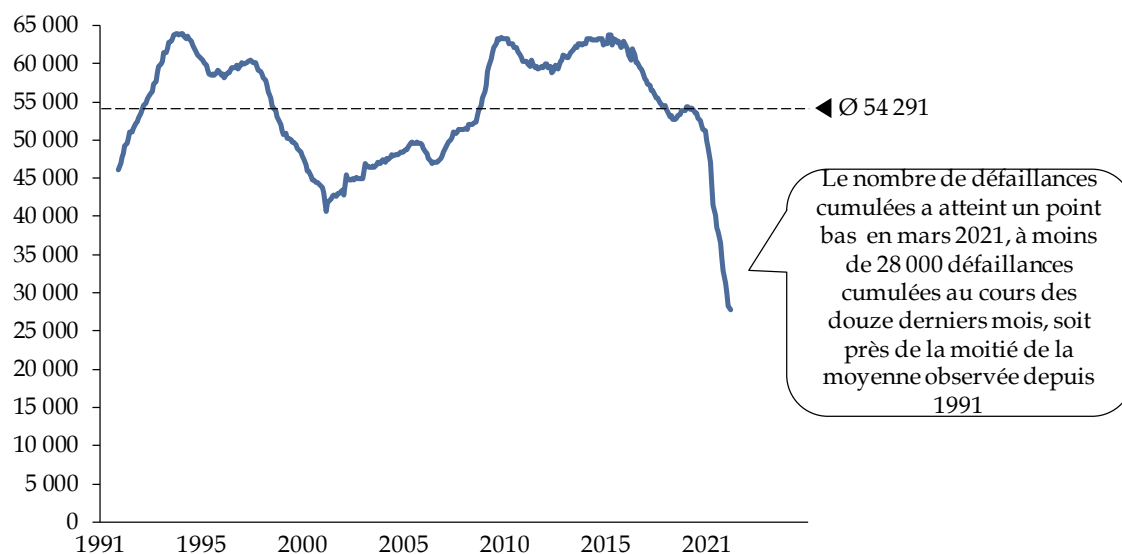
Comparaison de l'évolution
du nombre de défaillances entre 2019 et 2020



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données Eurostat

Cette baisse fait de 2020 l'année au cours de laquelle le nombre de faillites d'entreprises est le plus faible depuis 30 ans¹, ainsi que le détaille le graphique ci-après. Cette diminution se retrouve dans l'ensemble des secteurs et pour la plupart des catégories d'entreprises.

Évolution des défaillances d'entreprises depuis 1991



NB : cumul des douze derniers mois, de décembre 1990 à mars 2021.

Source : commission des finances du Sénat, à partir des données de la Banque de France

Deux facteurs principaux expliquent cette situation :

- d'une part, **des mesures juridiques** d'adaptation du droit des entreprises en difficulté face à la crise sanitaire ont modifié temporairement les dates de caractérisation et de déclaration de la cessation de paiements, et se sont conjuguées à la fermeture des juridictions commerciales au cours du premier confinement et à la suspension des assignations au tribunal de commerce par les Urssaf² et les services des impôts des entreprises ;

- d'autre part, **les mesures économiques de soutien ont joué le rôle attendu d' « amortisseur »**.

¹ « [Les défaillances d'entreprises – France, mars 2021](#) », Banque de France Stat info, 14 avril 2021.

² Unions de recouvrement des cotisations de sécurité sociale et d'allocations familiales (URSSAF), organismes privés chargés de la mission de collecter et répartir les cotisations et contributions sociales.

Dans un *focus* publié en décembre dernier¹, le Conseil d'analyse économique a cherché à **caractériser la nature de cette forte baisse**, en s'interrogeant plus particulièrement sur les **risques de « zombification »**² éventuelle des entreprises. Leurs conclusions tendent plutôt à **nuancer ce risque**, soulignant qu'« *il n'y a à ce stade pas de zombification de l'économie, [mais] plutôt une mise en hibernation* ». En effet, la chute du nombre de faillites n'est pas associée à une modification des principaux facteurs d'entrée en faillite, ce qui suggère que **le processus de destruction créatrice n'est pas altéré**. En particulier, l'accumulation de dette constitue toujours un facteur prédictif fort de l'entrée en défaillance.

Plusieurs simulations ont été avancées pour tenter de caractériser l'ampleur du surcroît de faillites à venir.

Une étude de la Coface de mars 2021³ établit à cet égard que **le nombre de défaillances « cachées » en France, estimé à 22 500, se distingue nettement par rapport aux autres pays européens**. Comme l'illustre le graphique ci-dessous, le pourcentage de défaillances « cachées » (44 %) par rapport au nombre de défaillances constatées en 2019 est bien plus élevé qu'en Espagne, en Italie et en Allemagne.

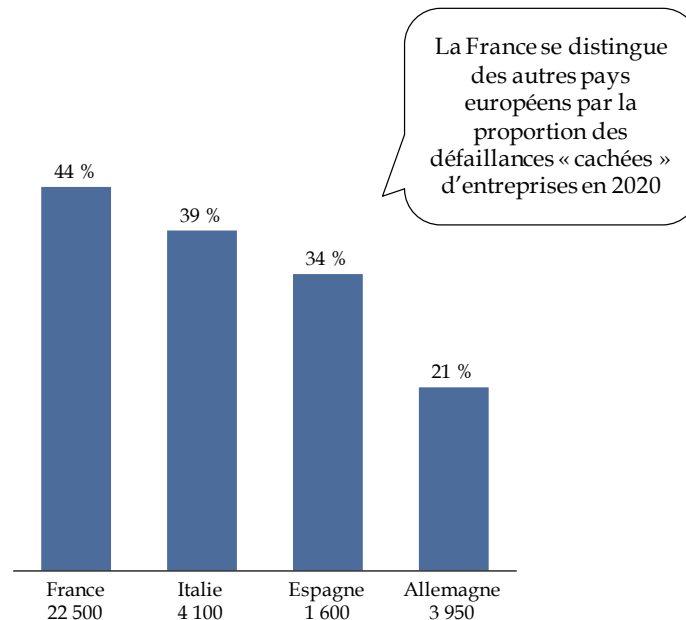
¹ Mathieu Cros, Anne Épaulard et Philippe Martin, « [Les défaillances d'entreprises dans la crise Covid-19 : zombification ou mise en hibernation ?](#) », Conseil d'analyse économique, Focus n° 051-2021, décembre 2020.

² Le terme d'entreprise zombie renvoie à des acceptions différentes. L'OCDE définit une entreprise zombie comme une entreprise mature, ayant au moins dix ans d'existence, qui ne parvient pas à couvrir ses charges d'intérêts avec son excédent brut d'exploitation pendant au moins trois années consécutives. La Banque de France, pour sa part, qualifie comme telle une entreprise qui bénéficie d'un taux d'intérêt nettement inférieur à ceux du marché, la banque faisant le choix de la conserver dans sa clientèle en n'intégrant pas la prime de risque correspondant à sa situation financière – entreprise non rentable, fortement endettée voire insolvable.

³ « [The business insolvency paradox in Europe : miracle and mirage](#) », Coface economic publications, mars 2021.

Comparaison du nombre de défaillances « cachées » estimées en 2020

(en % par rapport au nombre de défaillances en 2019)



Source : commission des finances du Sénat, à partir de l'étude de la Coface

Selon les conclusions de l'étude de la Coface, la baisse des défaillances en 2020 s'apparente donc davantage à un « **mirage** » qu'à un « **miracle** ». Un effet de rattrapage a même d'ores-et-déjà été observé en Espagne au troisième trimestre 2020.

Ces estimations alertent donc sur **l'enjeu d'anticiper le dégel des défaillances à venir, en distinguant deux facteurs différents** dans la progression du nombre de faillites :

- d'une part, **le rattrapage naturel** des défaillances reportées en 2020 ;

- d'autre part, **une progression spontanée en raison de la dégradation de la situation financière des entreprises** au cours de la crise.

D'un point de vue économique, il est **crucial de bien différencier ces deux facteurs**, dans la mesure où si le premier correspond à un retour au processus normal de réallocation, le second pourrait conduire à une altération de la croissance potentielle, certaines entreprises productives faisant faillite.

2. La situation financière dégradée des entreprises pourrait à son tour entraîner une autre vague de défaillances et une baisse durable de l'investissement

Face à ce gel des défaillances, le débat quant aux **effets de la crise sur le tissu productif et le niveau d'activité** s'est accentué.

De façon immédiate, la situation financière dégradée des entreprises pourrait les priver des marges de manœuvre suffisantes pour relancer leur activité, ce qui réduirait la capacité de rebond de l'économie française.

Surtout, à **moyen terme, le processus de réallocation des facteurs de production pourrait être affecté**, certaines entreprises viables et productives faisant faillite¹, tandis que d'autres entreprises non profitables se maintiendraient artificiellement en vie grâce au refinancement bancaire, ce qui jouerait sur la productivité et donc sur le niveau de la croissance potentielle.

Une étude récente de l'OCDE dirigée par Lilas Demmou, dont les résultats ont été détaillés lors de son audition par le rapporteur général, décrit ainsi les **risques associés au surendettement des entreprises**², en identifiant **deux canaux principaux** :

- **le premier tient à une vague de défaillances** résultant de l'accroissement des entreprises dont les capitaux propres sont négatifs, du fait de la conjugaison d'une dégradation des actifs et d'une hausse de l'endettement ;

- **le second tient à la contrainte de remboursement**, qui conduirait certaines entreprises à couper leurs investissements en obérant ensuite l'ampleur et la vitesse de la reprise de l'activité – analyse souvent désignée sous le terme anglais de « *debt overhang* » ou « étranglement par la dette »³.

¹ Comme le soulignent les conclusions de l'étude précitée de l'OFCE, Mattia Guerini, Lionel Nesta, Xavier Ragot, Stefano Schiavo, juin 2020, pp. 15-16.

² Lilas Demmou, Sara Calligaris, Guido Franco, Dennis Dlugosch, Müge Adalet McGowan et Sahra Sakha, « [Insolvency and debt overhang following the Covid-19 outbreak : assessment of risks and policy responses](#) », OCDE Economics Department Working Papers n° 1651, janvier 2021.

³ La littérature économique a mis en évidence une relation empirique négative et significative entre le ratio d'endettement et l'investissement. Concernant la crise financière, une étude dirigée Kalemli-Ozcan en 2015 estime que l'étranglement par la dette a contribué à près de la moitié de la baisse du rapport entre l'investissement et le capital.

À l'appui d'un modèle empirique, les auteurs parviennent aux conclusions suivantes :

- entre 30 % et 36 % des entreprises ne dégageraient pas suffisamment de profits pour couvrir leurs charges d'intérêts, proportion qui atteindrait entre 68 % et 78 % des entreprises de l'hébergement et restauration et entre 45 % et 55 % des entreprises du secteur des transports. Sans soutien complémentaire, leur survie serait donc compromise ;

- considérant la dégradation du ratio d'endettement, le niveau d'investissement pourrait reculer de deux points¹.

3. D'éventuels effets en cascade liés aux PGE

a) Les risques pour les entreprises

D'un point de vue théorique, les PGE pourraient affecter la situation à moyen terme des trois parties prenantes – entreprises, banques et finances publiques – avec de possibles effets cumulatifs.

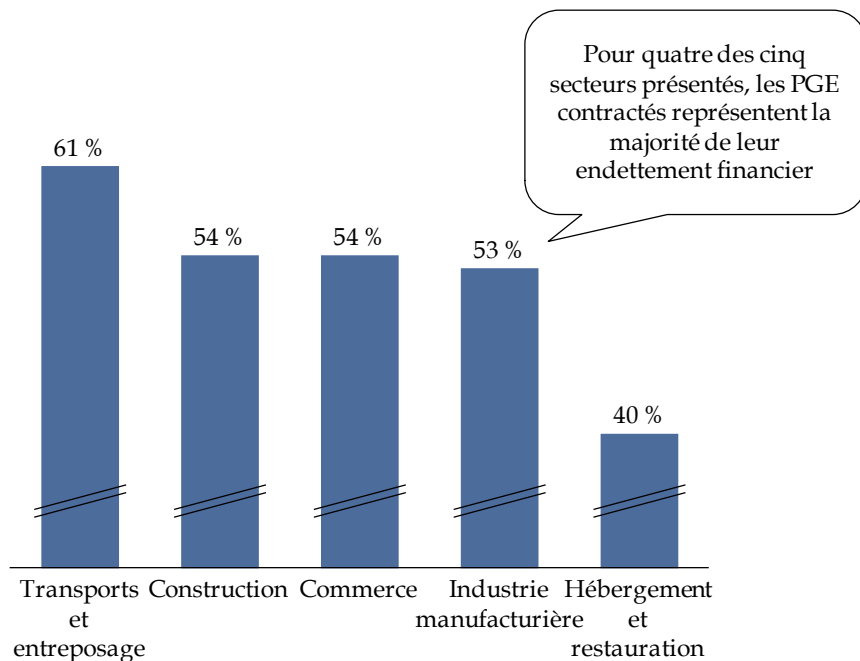
Pour les entreprises, le PGE constitue une dette supplémentaire qui, conjuguée à la perte de revenu subie en 2020, vient **dégrader leur ratio d'endettement**. La théorie économique souligne le risque potentiel qui en résulte, puisque les « *garanties publiques temporaires peuvent se traduire par un arbitrage entre l'accès immédiat et ultérieur des entreprises au crédit* ». Aussi, pour éviter le risque d'un rationnement ultérieur dans l'accès au crédit, « *il est essentiel que les entreprises retrouvent une viabilité économique à long terme et un profil de risque soutenable avant [la disparition de la garantie publique]* »².

Compte tenu de la part des PGE dans leur endettement financier, **une telle préoccupation concerne en priorité certains secteurs**, comme l'illustre le graphique ci-après. **Pour quatre des cinq secteurs présentés, les PGE représentent ainsi plus de la moitié de leur endettement financier en février 2021**. En outre, la part plus réduite pour l'hébergement et restauration s'explique en réalité par le fort niveau d'endettement du secteur avant la crise, ce qui expose les entreprises aux risques de refinancement ultérieur de ces dettes.

¹ À savoir le ratio rapportant le total des dépenses d'investissement en t au capital en $t-1$.

² Giorgio Gobbi, Francesco Palazzo et Anatoli Segura, « [Unintended effects of loan guarantees during the Covid-19 crisis](#) », VOX-CEPR, 15 avril 2020, traduction de l'auteur.

Comparaison sectorielle de la part des PGE dans l'endettement financier des entreprises



NB : chiffres de février 2021. Pour le taux d'endettement, le périmètre porte sur les entreprises dont le chiffre d'affaires annuel excède 750 000 euros, pour lesquelles la Banque de France collecte le bilan. Le taux d'endettement correspond à l'endettement financier rapporté aux fonds propres.

Source : commission des finances du Sénat, à partir des données Banque de France

De surcroît, **les entreprises pourraient être confrontées à un rationnement de l'offre de crédit par les banques**, compte tenu de la progression des prêts non performants et d'une montée du coût du risque.

À cet égard, la légère baisse des ratios de prêts non performants observée en 2020¹ doit être tempérée sous l'effet du dénominateur - les encours de prêts sont en forte progression. L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) affirme en effet que « *les premiers signes d'une remontée des prêts non performants sont tangibles* »².

¹ Pour les sociétés non financières, le taux de prêts non performants est passé de 3,9 % à 3,8 % entre 2019 et 2020. La baisse est plus sensible pour les PME, le taux de prêts non performants diminuant de 5 % à 4,4 % entre 2019 et 2020.

² Réponse de l'Autorité de contrôle prudentielle et de résolution au questionnaire du rapporteur général.

Ces signaux concernent en particulier les prêts garantis par l'État : en décembre, près de 12 % du total d'encours de PGE était classé en « étape 2 » selon la norme IFRS¹, à savoir comme prêts non dépréciés mais ayant connu une hausse significative du risque de crédit depuis leur comptabilisation.

Au niveau agrégé, le coût du risque a ainsi été multiplié par deux en 2020 pour atteindre près de 20 milliards d'euros², essentiellement sous l'effet du provisionnement des pertes attendues par les banques françaises au titre de leurs encours de crédits. Si la situation prudentielle des établissements de crédit français se révèle solide, la baisse de leur rentabilité couplée aux incertitudes sur la reprise de l'activité pourrait les conduire à **resserrer l'octroi du crédit, au risque d'entraîner des répercussions en chaîne.**

C'est précisément ce que met en évidence l'étude dirigée par Pierre-Olivier Gourinchas³ afin d'apprécier **le risque futur résultant** du maintien en activité d'entreprises en 2020 sous l'effet des aides publiques déployées. L'étude procède sur la base d'un modèle regroupant des PME de treize pays européens mais, à la suite de l'audition avec le rapporteur général, l'auteur a partagé des résultats portant spécifiquement sur la situation française.

Principalement, **l'étude conclut que les mesures de soutien n'ont pas, en soi, entraîné de « bombe à retardement » pour les PME :** tant les faillites ultérieures que les coûts induits demeurent contenus.

Toutefois, **ces résultats restent conditionnés à la capacité des PME à bénéficier d'un accès ultérieur au crédit pour refinancer leurs dettes, sans quoi le risque de « bombe à retardement » se matérialisera.**

En effet, la progression du taux de défaillance des PME françaises en 2021 du fait de la crise sanitaire atteindrait dans ce cas 6,1 points, contre 1,2 point lorsque l'accès au crédit est préservé⁴. Surtout, au regard de la décomposition par type d'entreprises faisant faillite, il apparaît que 2,3 points concerneraient des entreprises solides, qui auraient survécu en 2020 même en l'absence de soutien public, comme le détaille le graphique ci-après.

¹ International Financial Reporting Standards.

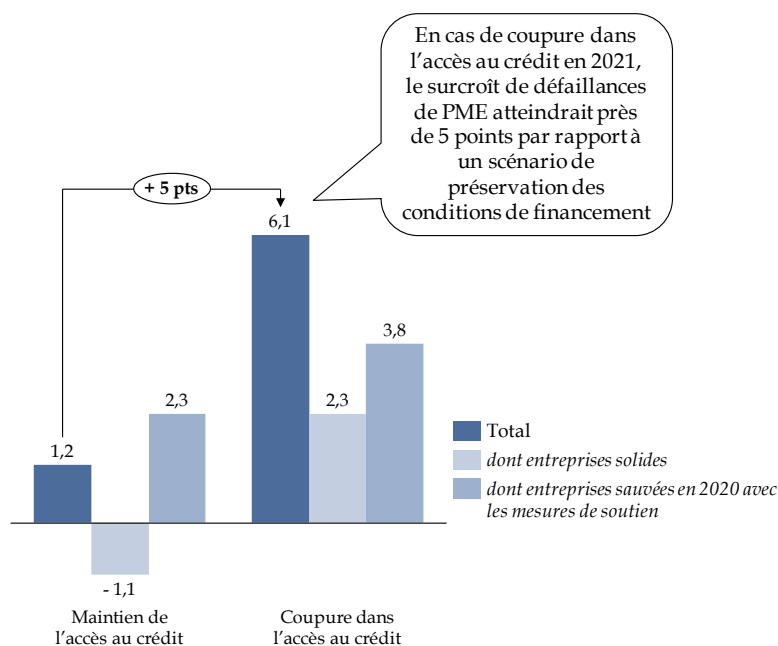
² Réponse de l'Autorité de contrôle prudentielle et de résolution au questionnaire du rapporteur général.

³ Pierre-Olivier Gourinchas, Sebnem Kalemli-özcan, Veronika Penciakova et Nick Sander, « [Covid-19 and SMEs : A 2021 "Time Bomb" ?](#) », 27 janvier 2021.

⁴ Données transmises par Pierre-Olivier Gourinchas à l'issue de l'audition avec le rapporteur général.

Cette observation doit être reliée avec la situation financière des entreprises françaises avant la crise, puisque c'est la baisse des intérêts payés qui a permis de compenser la baisse du taux de marge¹. Il existe donc **une réelle vulnérabilité des entreprises à un resserrement du canal du crédit**.

Évaluation du risque sur les défaillances des PME en cas de coupure de l'accès au crédit en 2021



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données transmises par Pierre-Olivier Gourinchas

b) Les risques pour les finances publiques

S'agissant des finances publiques, le coût net du dispositif dépend de deux éléments :

- d'une part, **le montant des garanties** effectivement appelées au titre des PGE ;
- d'autre part, **le total des commissions** de garantie perçues.

De façon cohérente avec l'évaluation globalement positive du dispositif pour soutenir les entreprises à court terme dressé précédemment, en 2020, les PGE ont conduit à constater un produit de 360 millions d'euros au titre des commissions de garantie, pour 5 millions d'euros appelés.

Cependant, le coût des PGE dépendra *in fine* du nombre d'entreprises qui feront défaut, en fonction des aléas identifiés.

¹ Voir par exemple « [Y a-t-il réellement une dégradation des bilans des entreprises françaises](#) », Natixis Flash Économie n° 104, 11 février 2021.

À ce jour, le Gouvernement intègre une probabilité de défaut estimée à **6,2 % de l'encours garanti**, comme le révèle la provision pour risque de 6,24 milliards d'euros inscrite dans le compte général de l'État¹. Ce montant correspond à **une probabilité de défaut sur l'ensemble de l'enveloppe de prêts octroyés de 5,3 %**, soit en **progression par rapport à l'estimation de sinistralité de 4,6 % retenue en septembre dernier** dans le rapport économique, social et financier annexé au projet de loi de finances pour 2021².

Cette appréciation souligne que le coût pour les finances publiques **pourrait varier fortement au gré de potentiels effets en chaîne** tenant à la dégradation de la situation des entreprises ou des choix des établissements de crédit.

C'est précisément ce que met en évidence l'étude de l'Institut des politiques publiques commandée par la commission des finances du Sénat, en comparant le coût des PGE à la date d'octroi et à la mi-mars 2021. En effet, il ressort que le taux de sinistralité anticipé recule de près de 12 % à 5 % à la mi-mars 2021. Cette diminution est principalement expliquée par *« l'amélioration des conditions de taux sur les marchés obligataires qui sont désormais quasiment revenus à leurs niveaux antérieurs à la crise sanitaire, reflétant l'amélioration des perspectives macroéconomiques par rapport à la période de forte incertitude du printemps 2020 »*³. Dans le même temps, le coût implicite de la garantie net des primes perçues serait divisé par trois, passant de 9,1 % à 2,7 %, représentant ainsi **3 milliards d'euros** pour l'État.

B. PRÉVENIR CES RISQUES EN CONTENANT DAVANTAGE LA DÉGRADATION DES BILANS DES ENTREPRISES

1. Une nécessité : évaluer l'ampleur de la dégradation des bilans

a) Une stabilité en trompe-l'œil de l'endettement financier net des entreprises françaises

Pour assurer l'efficacité du processus de réallocation et distinguer efficacement les entreprises viables nécessitant un appui complémentaire, il importe **d'évaluer et de caractériser la progression de l'endettement des entreprises françaises** en 2020.

Au niveau agrégé, **la forte hausse de l'endettement brut coïncide avec une augmentation analogue de la trésorerie**. Ainsi, en dépit de l'accroissement de leur dette brute de 13 % en 2020, l'endettement net de l'ensemble des sociétés non financières françaises reste quasi-stable (+ 2 %).

¹ Pour une quotité garantie totale à la fin de l'année 2020 s'élevant à 100,05 milliards d'euros, voir [le compte général de l'État 2020](#), p. 129.

² [Rapport économique, social et financier](#), annexé au projet de loi de finances pour 2021, pp. 103.

³ Laurent Bach et al., *Institut des politiques publiques, rapport précité*, avril 2021, p. 78.

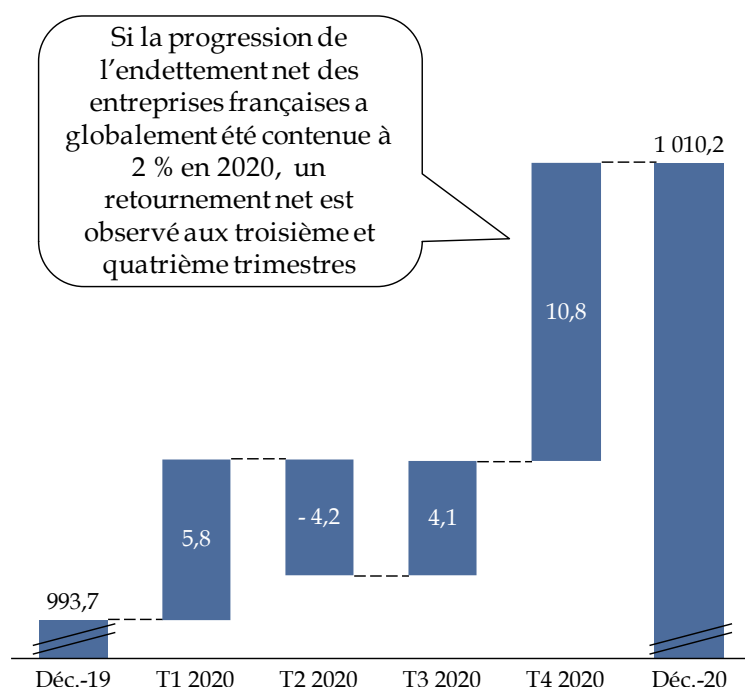
Trois nuances doivent toutefois être apportées à ce premier constat.

La première tient à l'évolution tendancielle observée au cours de l'année 2020, comme l'illustre le graphique ci-après. À la forte progression de la trésorerie observée au cours du deuxième trimestre, essentiellement en raison du déploiement de 80 % du montant total des PGE octroyés, s'oppose en effet **une nette dégradation de l'endettement net au cours du second semestre, et plus particulièrement lors du dernier trimestre**. La suspension à grande échelle des activités au cours d'une majeure partie du deuxième trimestre 2020 a contribué à diminuer sensiblement le besoin en fonds de roulement des entreprises, alimentant leur trésorerie.

C'est aussi ce que relève la Banque de France dans son rapport sur l'évaluation des risques du système financier français, en affirmant que « *l'écart entre dette brute et dette nette [...] reflète en partie un décalage temporel entre les ressources et les dépenses des entreprises (en particulier le report des échéances fiscales et sociales), qui laisse présager une hausse de l'endettement net dans les mois à venir* »¹.

Évolution de l'endettement net des sociétés non financières françaises en 2020

(en milliards d'euros)



Source : commission des finances du Sénat, à partir des données de la Banque de France

¹ Banque de France, « [Évaluation des risques du système financier](#) », décembre 2020, rapport précité, p. 11.

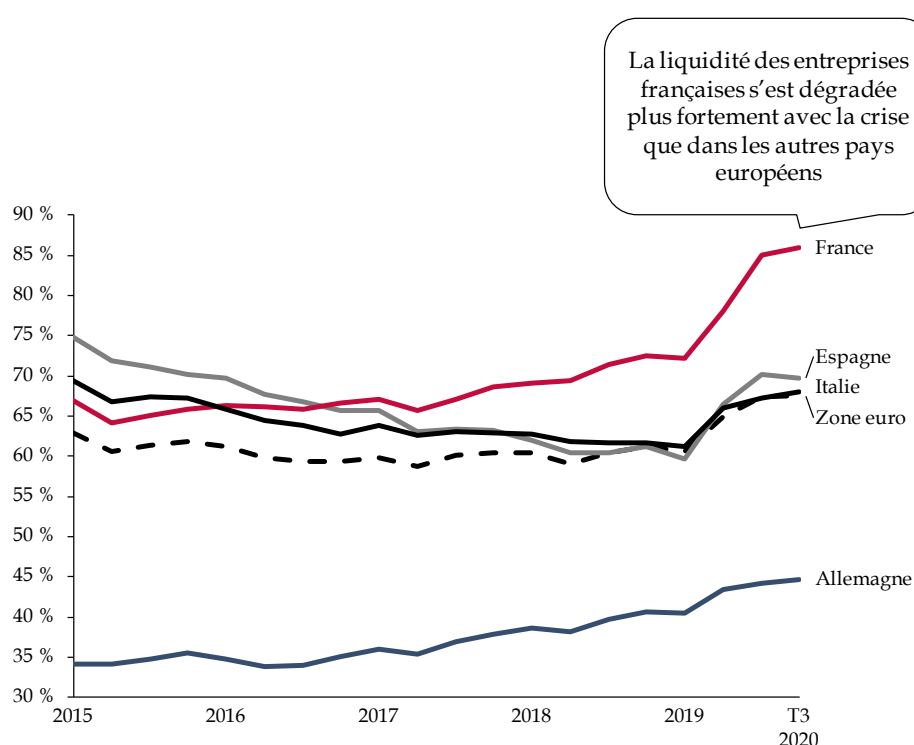
La deuxième nuance tient à la progression plus forte de l'endettement des entreprises françaises par rapport aux autres entreprises européennes : avec l'Espagne, la France est le pays qui enregistre l'accroissement le plus élevé de leur endettement brut rapporté à la valeur ajoutée depuis le début de la crise sanitaire, respectivement de 16 points et de 15 points, contre 7 points pour l'Allemagne¹.

Or, comme démontré précédemment, cette évolution s'ajoute à un niveau déjà élevé de l'endettement des entreprises françaises avant la crise² et se conjugue à une dégradation de leurs résultats.

La combinaison des deux se traduit par **une détérioration plus marquée de leur liquidité** que celle relevée dans les autres pays européens, comme le renseigne le graphique ci-après.

Comparaison de l'évolution de la liquidité des sociétés non financières dans les principaux pays européens

(en %)



NB : la liquidité mesure la capacité d'une entreprise à faire face à ses échéances d'endettement à court terme, en rapportant les intérêts payés au revenu disponible brut.

Source : commission des finances du Sénat, à partir des données de la Banque de France

¹ Selon les données de la Banque de France, pour l'évolution entre le T2 2020 et la fin du T3 2020.

² Voir le A du I du présent rapport.

Autrement dit, la hausse de la trésorerie doit être appréhendée à l'aune de la priorité accordée au soutien en liquidité. Si certaines charges ont été reportées, elles restent *in fine* bien dues par les entreprises. Cette observation a d'ailleurs été confirmée à l'occasion des échanges entre le rapporteur général et des professionnels à Nancy le 21 avril dernier, soulignant les risques associés au remboursement ultérieur des multiples reports et facilités accordés aux entreprises.

Au moins pour une partie des entreprises, la trésorerie se trouve artificiellement gonflée et leur endettement non financier doit également être pris en compte.

Deux principaux postes de dépenses ont fait l'objet de reports à grande échelle :

- **premièrement, des reports d'échéances fiscales et sociales** ont été accordés pour soulager la trésorerie des entreprises, pour un montant estimé, début mars 2021, respectivement à **3,4 milliards d'euros** et à **21,4 milliards d'euros**¹ ;

- **deuxièmement, des moratoires de prêts bancaires contractés avant la crise sanitaire**, concernant même parfois les intérêts, pour une durée de six mois, étendue à douze mois pour les activités liées au tourisme. Selon les indications de la Fédération bancaire française (FBF), ce sont plus de **270 milliards d'euros d'encours de prêts** qui ont été placés sous moratoires, dont 32 milliards d'euros toujours actifs à la fin janvier 2021². La FBF estime ainsi à plus de 2 millions le nombre de prêts ayant fait l'objet d'un moratoire, pour **un allègement temporaire de trésorerie excédant 20 milliards d'euros**.

Or ces facilités ont en priorité concerné les secteurs et entreprises les plus touchés par les conséquences économiques de la crise sanitaire, ainsi que celles ayant eu le plus recours aux PGE, comme l'illustre le tableau ci-après.

¹ Dont plus de 11 milliards d'euros pour les cotisations sociales employeurs et 10,3 milliards d'euros pour les cotisations sociales des travailleurs indépendants.

² Précisons toutefois que ces chiffres englobent l'ensemble des moratoires accordés par les banques françaises et conformes aux lignes directrices établies par l'Autorité bancaire européenne, concernant leurs activités en France ou à l'étranger.

**Comparaison sectorielle de l'intensité
du recours aux PGE et aux reports d'échéances fiscales et sociales**

(ratio en %)

	Hébergement et restauration	Activités spécialisées, scientifiques et techniques, services administratifs	Transports et entreposage	Construction	Commerce
Intensité du recours au PGE (montants accordés/CA)	10,1 %	5,8 %	4,1 %	3,8 %	2,1 %
Part du secteur dans les cotisations sociales reportées à fin mars 2021	7,7 %	20,5 %	11,9 %	10,3 %	14,7 %
Part du secteur dans les reports d'échéances fiscales à mi-avril 2021	4,8 %	11,8 %	4,1 %	6,5 %	23,4 %

Source : commission des finances du Sénat, à partir des données transmises par la direction générale du Trésor et la direction générale des finances publiques

De même, **les TPE et PME apparaissent surreprésentées**, à tout le moins s'agissant des reports d'échéances sociales :

- 37 % des cotisations sociales employeurs restant dues à la fin mars 2021 le sont pour des entreprises de moins de 20 salariés ;
- 52 % pour des entreprises de moins de 50 salariés ;
- et près de 70 % pour des entreprises de moins de 250 salariés.

C'est pourquoi, comme le souligne le rapport du comité de suivi et d'évaluation des mesures de soutien financier aux entreprises confrontées à l'épidémie de Covid-19, présidé par Benoît Cœuré, « *une évaluation plus fine de la situation financière nette des entreprises au niveau sectoriel voire individuel devrait tenir compte de l'évolution de leurs passifs financiers, sociaux et fiscaux et de leurs dépôts bancaires* », indiquant néanmoins que

« cette évaluation n'est pas possible à la date de rédaction de ce rapport, en l'absence notamment d'informations détaillées sur les situations de trésorerie »¹.

b) Un impact individuel et sectoriel potentiellement intense sur les bilans des entreprises

Les données agrégées ne suffisent pas à apprécier les conséquences de la crise sur les entreprises.

La Banque de France le concède, en indiquant que « **le risque résulte plutôt de la diversité croissante des situations entre entreprises.** L'hétérogénéité préexistante des situations financières des entreprises – fonds propres, trésorerie – se conjugue avec l'hétérogénéité, notamment sectorielle, du choc. [...] **Une sous-population d'entreprises initialement saines porte désormais un surcroît d'endettement durable** tandis que d'autres entreprises initialement plus fragiles n'en ont pas moins été durement déstabilisées »².

Il est donc essentiel d'apprécier les conséquences de la crise sur les bilans des entreprises.

Jusqu'à présent, plusieurs études ont proposé des simulations sur la base de modèles économétriques³. Une des plus récentes émane de la direction générale du Trésor⁴ et conclut que **la part d'entreprises insolubles croîtrait de 3 points avec la crise**, en tenant compte du soutien public⁵. Surtout, cette progression affecterait particulièrement certains secteurs, aux premiers rangs desquels l'hébergement et restauration (+ 9 points) et le commerce (+ 5 points).

L'étude de l'Institut des politiques publiques offre une approche inédite, en mesurant, sur la base des premières données réelles disponibles, l'impact de la crise sur les bilans des entreprises en 2020 et en évaluant les risques liés à un endettement excessif⁶.

Il en ressort trois conclusions principales, allant globalement dans le sens d'un impact contenu au niveau agrégé, mais **potentiellement intense pour certains secteurs et certaines entreprises, justifiant une action complémentaire.**

¹ [Rapport d'étape](#) précité du comité de suivi et d'évaluation des mesures de soutien financier aux entreprises confrontées à l'épidémie de Covid-19, p. 128.

² Réponse de la Banque de France au questionnaire du rapporteur général.

³ De façon non exhaustive, peuvent être mentionnées les deux études suivantes : Mattia Guerini, Lionel Nesta, Xavier Ragot, Stefano Schiavo, OFCE, article précité et Mathieu Cros, Anne Épaulard et Philippe Martin, « [Will Schumpeter catch Covid-19 ? Evidence from France](#) », VOX-CEPR, mars 2021.

⁴ Benjamin Hadjibeyli, Guillaume Roulleau, Arthur Bauer, « [L'impact de la pandémie de Covid-19 sur les entreprises françaises](#) », direction générale du Trésor, étude précitée.

⁵ Sans soutien public, la hausse de la proportion d'entreprises insolubles atteindrait 8,3 points.

⁶ Laurent Bach et al., Institut des politiques publiques, rapport précité, avril 2021, pp. 47 à 63.

La première observation concerne la taille des PGE obtenus par les entreprises relativement à leur bilan.

En moyenne, pour les entreprises cotées ayant déposé des comptes en décembre 2020, les PGE représentent 8,4 % de leur bilan ; cette proportion atteint **13 % pour les premières entreprises dont les comptes ont été déposés au registre du commerce et des sociétés (RCS)**. Surtout, elle s'élève à **plus de 22 %** pour celles de ces entreprises ayant demandé le montant maximal de PGE offert.

La deuxième analyse vise à préciser les conséquences du PGE souscrit sur la structure du bilan, afin d'apprécier dans quelle mesure il se traduit par une dégradation de l'endettement net. Les conclusions complètent les données agrégées, en **confirmant l'hétérogénéité des situations selon les entreprises**. En effet, la relative stabilité de l'endettement net des entreprises françaises coïncide avec des **dynamiques contraires selon que les entreprises ont recouru ou non à un PGE**.

Ainsi, pour les entreprises ayant déposé leurs comptes 2020 au registre du commerce et des sociétés (RCS), alors que l'endettement net diminue fortement pour celles qui n'ont pas contracté de PGE (- 4 points), il demeure stable pour celles ayant souscrit un PGE sans être plafonnées et **progresses pour celles ayant été plafonnées (+ 1 point)**. Les conclusions sont analogues pour les entreprises cotées ayant publié leurs comptes en décembre 2020.

Le troisième élément clef de l'étude concerne le risque que le recours aux PGE ne conduise à un surendettement des entreprises bénéficiaires, au risque de compromettre leur survie ou leur capacité ultérieure à investir. Pour cela, les auteurs déterminent la distribution de l'endettement brut de différentes catégories d'entreprises en 2019 (secteurs et tailles), puis mesurent les évolutions constatées en 2020.

Pour les entreprises ayant déposé leurs comptes au RCS, il en ressort *« une forte divergence entre les deux groupes d'entreprises [bénéficiaires ou non de PGE] dans la probabilité d'excéder l'endettement médian en 2020. Cette probabilité décline légèrement en valeur absolue pour les non-bénéficiaires, passant de 50 % à 47 %, alors qu'elle augmente de 55 % à 82 % parmi les bénéficiaires non plafonnés »*¹. Pour les bénéficiaires plafonnés, cette hausse est très légèrement supérieure (85 %).

Certes, les conclusions sont plus nuancées en prenant en compte l'endettement net. Néanmoins, pour les raisons détaillées précédemment et notamment la forte corrélation entre le recours aux PGE et aux autres dispositifs de soutien en liquidité, le principal risque est que les liquidités disponibles soient, pour une partie des entreprises, rapidement consommées pour honorer des échéances reportées.

¹ Ibid., p. 57.

Dans l'ensemble, les conclusions de l'étude de l'Institut des politiques publiques convergent avec les éléments recueillis par le rapporteur général lors des échanges avec différents professionnels et praticiens, faisant état d'un **risque élevé de situations individuelles et sectorielles problématiques** mais d'un **risque plus modeste à l'échelle macroéconomique**.

2. Un impératif : amplifier le soutien en solvabilité des entreprises françaises

a) Le renforcement de la solvabilité des entreprises, une priorité de la sortie de crise

À l'appui de ces premiers résultats, il apparaît que, de façon générale, **les perspectives d'une « zombification » de l'économie semblent devoir être nuancées**, du moins à court terme, pour **deux raisons principales** :

- d'une part, **de façon structurelle, la France apparaît moins exposée à ce risque que d'autres économies**, comme le soulignait une étude de France stratégie publiée en octobre 2019. Ainsi, le taux d'entreprises qualifiées de zombies s'élevait à 4,6 % en 2016, soit une proportion certes supérieure à celle constatée en Allemagne (3,7 %), mais moins élevée qu'en Italie (5,3 %) et en Espagne (6,2 %) ¹. De surcroît, ce sont les ETI et grandes entreprises qui semblent les plus exposées à ce risque. Ce résultat est en particulier expliqué grâce au rôle efficace joué par les procédures de défaillance, ce qui semble confirmer la bonne place de la France dans le classement des régimes d'insolvabilité de l'OCDE ² ;

- d'autre part, **plusieurs économistes remettent en question le risque de « zombification » compte tenu de la spécificité de la crise**, résultant d'un choc externe et largement administré, et de son contexte, avec des banques bien capitalisées et un soutien public de grande ampleur ³.

L'étude de l'Institut des politiques publiques conclut d'ailleurs en considérant que **« le risque d'entreprises zombies sauvées par le PGE semble donc exagéré même si, simultanément, le PGE semble avoir protégé ses bénéficiaires de faillites qui autrement auraient été inéluctables »** ⁴.

¹ Haithem Ben Hassine, Catherine Le Grand et Claude Mathieu, « [Les procédures de défaillance à l'épreuve des entreprises zombies](#) », France stratégie, La note d'analyse n° 82, octobre 2019.

² La France se classe ainsi au troisième rang, selon l'évaluation effectuée par l'OCDE en septembre 2018. Voir Müge Adalet McGowan et Dan Andrews, « [Design of insolvency regimes across countries](#) », OCDE, Economics department working papers n° 1504, septembre 2018.

³ Voir par exemple Luc Laeven, Glenn Schepens et Isabel Schnabel, « [Zombification in Europe in times of pandemic](#) », VOX-CEPR, 11 octobre 2020. Selon cette étude, « la nature différente de cette crise implique que de nombreuses entreprises qui seraient normalement considérées comme des zombies sont en réalité des entreprises viables » (traduction de l'auteur).

⁴ Laurent Bach et al., Institut des politiques publiques, rapport précité, avril 2021, p. 85.

En revanche, **les risques d'altération du processus de réallocation des facteurs de production et de baisse durable de l'investissement sont bien réels.**

C'est ce que confirme l'analyse du Conseil d'analyse économique, relevant que « *les aides publiques qui permettent de maintenir la liquidité des entreprises (prêts, reports de charges fiscales et sociales...) se traduisent par des hausses de l'endettement des entreprises qui, in fine, est le principal facteur de déclenchement des faillites d'entreprises. Les aides en liquidité retardent l'entrée en défaillances de certaines entreprises mais en augmentant leur dette aggravent le risque de défaillance future. Si l'objectif de l'intervention publique est d'éviter les faillites d'entreprises qui étaient saines avant la crise Covid-19, une réduction de la dette des entreprises sera sans doute nécessaire* »¹.

Dès lors, ainsi que le relevait la Banque de France en décembre dernier, « *il apparaît prioritaire, pour assurer une reprise durable de l'investissement, de rééquilibrer le ratio dette/fonds propres des bilans. Compte tenu du surcroît de dette accumulé, on peut estimer un besoin de fonds propres de l'ordre de 50 milliards d'euros pour rétablir des ratios prudents pour les entreprises présentant, avant la crise, une situation saine* »². En outre, la Banque de France relève que pour couvrir une partie de ce besoin, estimé à 20 milliards d'euros, un soutien public serait nécessaire. Dans la mesure où il vise à éviter la défaillance d'entreprises viables, l'efficacité de cet apport tient à sa sélectivité, permettant ainsi de préserver globalement le tissu productif.

Une étude récente du **Fonds monétaire international (FMI)** est venu prolonger cette analyse, en soulignant **l'insuffisante réponse publique au déficit de solvabilité** (ou « *solvency gap* ») en Europe, ainsi que les conséquences qui pourraient s'ensuivre³. Les auteurs mettent en évidence un décalage dans les mesures de soutien utilisées par les États européens pour répondre aux besoins des entreprises touchées par la crise. Alors qu'elles auraient permis de répondre à 80 % aux besoins de liquidités constatés, **elles traiteraient moins de 40 % des besoins en solvabilité**, en particulierité s'agissant des PME. À défaut de réponse aux besoins en fonds propres estimés entre 2 et 3 % du PIB, les auteurs estiment que **15 millions d'emplois seraient menacés en Europe.**

Ce relai s'impose d'autant plus en France que les entreprises ont conservé à leur charge une part de revenu disponible nettement supérieure à celle observée ailleurs en Europe, estimée à 22 %, contre 7 % en moyenne au sein de l'Union européenne et 0 % en Allemagne.

¹ Mathieu Cros, Anne Épaulard et Philippe Martin, « [Les défaillances d'entreprises dans la crise Covid-19 : zombification ou mise en hibernation ?](#) », Conseil d'analyse économique, article précité.

² Banque de France, « [Évaluation des risques du système financier](#) », décembre 2020, rapport précité, p. 41.

³ Christian Ebeke, Nemanja Jovanovic, Laura Valderrama et Jing Zhou, « [Corporate liquidity and solvency in Europe during Covid-19: the role of policies](#) », IMF Working Paper, WP/21/56, mars 2021.

b) Une réponse imparfaite avec les prêts participatifs

Afin de répondre à ce besoin en fonds propres des entreprises, l'article 209 de la loi de finances pour 2021 a **autorisé l'État à apporter sa garantie à des véhicules d'investissement**, financés par des investisseurs privés tels que les assureurs, qui auront pour objet d'acquérir des prêts participatifs distribués par des banques commerciales ainsi que des obligations subordonnées.

La garantie d'État couvre jusqu'à **30 %** des pertes constatées sur le portefeuille de prêts participatifs et d'obligations subordonnées, qui auraient été acquis par les investisseurs privés¹. Le montant de cette garantie est plafonné à **20 milliards d'euros**, ce qui correspond à l'estimation réalisée en septembre 2020 par la direction générale du Trésor des besoins en fonds propres nécessitant un soutien public².

Du point de vue des entreprises, les prêts participatifs et les obligations « relance » auront une **durée de huit ans**, avec un **différé d'amortissement du capital de quatre années**. Si leur coût est libre, il devrait se situer entre 4 et 5 % pour les PME et 5 à 6 % pour les ETI³ – incluant une rémunération de la garantie de l'État à hauteur de 0,9 % pour les PME et de 1,8 % pour les ETI, ce qui permettrait au régime de s'autofinancer⁴.

L'issue de la négociation avec la Commission européenne, intervenue après l'adoption de la loi de finances pour 2021, a permis d'introduire plusieurs « garde-fous » visant à **éviter que les prêts participatifs ne soient accordés à des entreprises non viables**. Plusieurs de ces dispositifs avaient déjà été adoptés par le Sénat pendant l'examen du projet de loi de finances pour 2021, avec plusieurs amendements dont la commission des finances⁵ était à l'initiative, avant d'être finalement écartés par l'Assemblée nationale.

En particulier, l'accès au dispositif est **conditionné à une notation minimale de crédit** de 5+ à la Banque de France⁶ – ce qui permet de diviser par deux le risque de défaut des entreprises éligibles par rapport aux PGE⁷. En outre, les clauses contractuelles doivent garantir que les ressources obtenues seront utilisées pour **financer un plan d'affaires ou d'investissement** et ne seront pas mobilisées pour l'apurement de créances

¹ Article 6 décret n° 2021-318 du 25 mars 2021 relatif à la garantie de l'État prévue à l'article 209 de la loi n° 2020-1721 du 29 décembre 2020 de finances pour 2021.

² Rapport économique, social et financier pour 2021, p. 166.

³ Confédération des PME, « Prêts participatifs soutenus par l'État (PPSE) en 12 question », 2021.

⁴ Commission européenne, « Aide d'État SA.58639(2021/N)–France – COVID-19: Dispositif de garantie aux fonds de prêts participatifs et d'obligations subordonnées », 3 mars 2021.

⁵ Voir le commentaire de l'article 52 du tome III du rapport général n° 138 (2020-2021) relatif au projet de loi de finances pour 2021 de Jean-François Husson, fait au nom de la commission des finances du Sénat et déposé le 19 novembre 2020.

⁶ Soit une cotation allant d'excellente (3++) à assez faible (5+).

⁷ Ibid.

existantes¹. Enfin, lorsque le cumul avec les PGE dépasse 25 % du chiffre d'affaires 2019, **le montant du prêt participatif est plafonné pour les PME et les ETI à respectivement 10 % et 5 % du chiffre d'affaires 2019** et soumis à des conditions supplémentaires visant à exclure les entreprises surendettées.

Ces « garde-fous » permettent ainsi de différencier plus nettement les prêts participatifs des PGE classiques, les premiers ayant vocation à favoriser le développement d'entreprises viables, tandis que les seconds, plus « défensifs », ciblent une gamme d'entreprises plus large dans l'objectif de leur permettre d'étaler le coût de la crise sanitaire.

Sans mésestimer l'intérêt du dispositif, qui devrait permettre d'apporter des financements de long terme aux PME et ETI concernées, **il ne s'agit toutefois que d'un substitut imparfait aux fonds propres**, dès lors que les prêts participatifs et les obligations « relance » devront être remboursés à échéance et ne comportent pas de clause de participation aux bénéfices.

À cet égard, si l'article L. 313-14 du code monétaire et financier indique que les prêts participatifs « *sont, au regard de l'appréciation de la situation financière des entreprises qui en bénéficient, assimilés à des fonds propres* », la portée juridique de cette assimilation est **très faible**.

En pratique, elle n'empêche pas que les prêts participatifs soient considérés comme de la dette subordonnée sur le plan comptable, par le droit fiscal et en droit des sociétés.

Sur le plan comptable, le Conseil national de la compatibilité a ainsi « *estimé que, quelle que soit la base de calcul de la rémunération du prêteur, ils demeurent une dette pour l'emprunteur, dont la rémunération ne peut être qu'une charge financière représentative du coût des capitaux empruntés* »². Cette position est valable que le prêt participatif comporte ou non une clause de participation au bénéfice.

Sur le plan fiscal, l'intérêt fixe et la participation, du point de vue du prêteur, sont considérés comme des produits financiers composant le bénéfice net fiscal et, du point de vue de l'emprunteur, sont déductibles du bénéfice de l'exercice dans les conditions générales de déduction des charges³. **Leur traitement fiscal correspond donc à celui d'une dette.**

¹ Article 4 du décret n° 2021-318 du 25 mars 2021 relatif à la garantie de l'État prévue à l'article 209 de la loi n° 2020-1721 du 29 décembre 2020 de finances pour 2021.

² Banque de France, « Les prêts participatifs », *Référentiel des financements des entreprises*, 2016, p. 3.

³ Jean-François Quievy, « Prêt participatif », *Répertoire Dalloz des Sociétés*, janvier 2019, paragraphes 78 à 80.

Il en va de même pour l'application du droit commercial. En particulier, les prêts participatifs ne sont pas comptabilisés comme des capitaux propres pour apprécier si ces derniers sont devenus inférieurs à la moitié du capital social¹, ce qui entraîne pour les associés l'obligation d'apurer les pertes de la société ou de dissoudre cette dernière, en application des articles L. 223-42 et L. 225-248 du code de commerce.

Il s'agit donc clairement d'une **dette subordonnée et non de quasi-fonds propres**, dont l'effet vertueux sur le bilan ne sera que partiel et temporaire. **Ce compromis devrait néanmoins permettre une « massification » de la distribution auprès des PME et ETI**, en évitant de difficiles négociations sur la valorisation des entreprises et l'ouverture du capital à de nouveaux actionnaires.

¹ *Rép. min. à Moinet, JO Sénat, 4 mars 1982, p. 697.*

III. IDENTIFIER, ORIENTER ET TRAITER : RÉUSSIR LA SORTIE DES PGE

Jusqu'à présent, un certain consensus émerge de la part des économistes pour considérer que **les risques économiques d'un retrait anticipé du soutien public prévalent sur ceux résultant d'un maintien en activité prolongé d'entreprises non viables.**

Une telle conclusion ne saurait toutefois exonérer d'une anticipation de la sortie progressive du soutien généralisé et d'un accompagnement adapté des entreprises subissant un surcroît d'endettement.

Alors que de nombreuses entreprises s'interrogent sur la façon dont elles pourront honorer leurs remboursements, **force est de constater que les réponses actuelles des pouvoirs publics demeurent imparfaites, le Gouvernement repoussant le sujet.**

Or seule une réponse adaptée au défi de la sortie des prêts garantis par l'État permettra d'éviter le « **mur de la dette** » redouté par beaucoup.

Après plus d'un an de crise sanitaire, **une action rapide s'impose** pour au moins trois raisons :

- **premièrement, afin de préparer et d'accompagner la sortie progressive des mesures de soutien**, dans un contexte où les défaillances pourraient rapidement connaître un point d'inflexion, comme le suggère l'étude récente publiée par le cabinet Altarès¹ ;

- **deuxièmement, pour tenir compte de la publication progressive des comptes 2020 des entreprises**, qui dévoileront les conséquences réelles de la crise sur les bilans et pourraient conduire certaines banques à reconsidérer leur soutien en crédit, alors que la dernière enquête de la Banque centrale européenne souligne une progression sensible des refus de prêts aux entreprises notifiés par les banques françaises et espagnoles, contrairement aux banques allemandes et italiennes² ;

- **troisièmement, pour soutenir les entreprises en phase de reprise**, associée généralement à une progression des difficultés et des besoins en fonds de roulement, estimée à deux jours de trésorerie supplémentaire, soit 4 milliards d'euros environ, par une étude récente de l'assureur-crédit Euler Hermes³.

¹ « [Étude de défaillances et sauvegardes des entreprises en France au 1^{er} trimestre 2021](#) », Altarès, 14 avril 2021.

² Banque centrale européenne, « [Euro area bank lending survey](#) », premier trimestre 2021, 20 avril 2021.

³ Ana Boata et Maxime Lemerle, « [European corporates : \(active\) cash is king](#) », Euler Hermes, 24 février 2021.

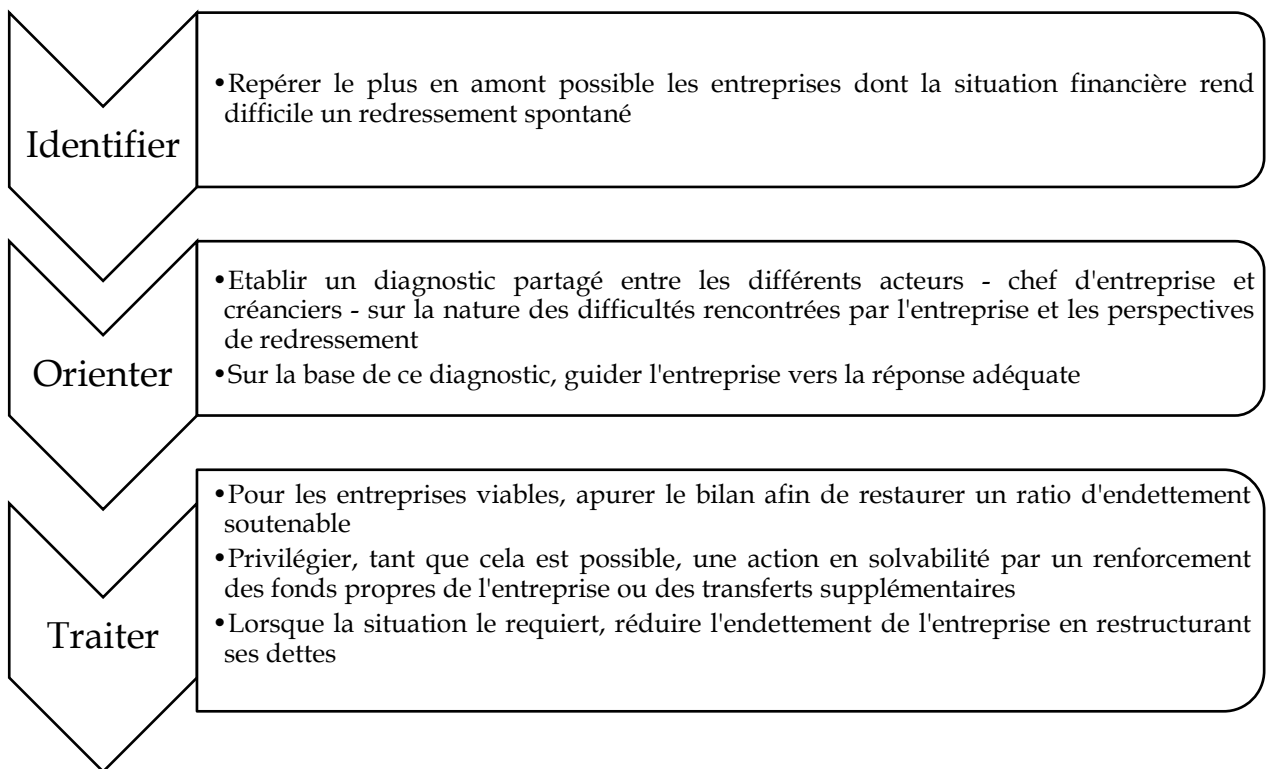
Pour cela, le rapporteur général propose une **approche en trois temps**, sur le modèle du triptyque mis en œuvre sur le plan sanitaire, et résumée dans le schéma ci-après :

- **identifier**, afin de repérer le plus en amont possible les entreprises dont la situation financière est trop dégradée pour qu'elles s'en sortent sans un accompagnement « sur-mesure » ;

- **orienter**, afin de déterminer la réponse adéquate sur la base d'un diagnostic partagé entre les acteurs à propos de la nature des difficultés rencontrées et des perspectives de l'entreprise ;

- **traiter**, afin de mobiliser l'outil le plus adapté pour permettre à l'entreprise viable de se redresser.

La sortie des prêts garantis par l'État



Source : commission des finances du Sénat

A. IDENTIFIER : REPÉRER LES ENTREPRISES AU BILAN DÉGRADÉ QUI NE POURRONT PAS S'EN SORTIR SANS ACCOMPAGNEMENT

Un premier bilan suggère qu'à ce jour, le nombre d'entreprises appelées à faire face à des difficultés demeure relativement circonscrit. Ce constat général ne doit toutefois pas occulter l'intensité sectorielle et individuelle de leur détresse financière. Attendue, la reprise de l'activité n'en reste pas moins une période de tension pour des entreprises déjà fragilisées, *a fortiori* compte tenu des incertitudes qui entourent les éventuelles restrictions qui pourraient l'accompagner.

Sans soutien complémentaire apporté rapidement, certaines entreprises ne pourront pas s'en sortir.

Une nouvelle approche doit désormais prévaloir, afin de cibler non seulement les entreprises à la situation financière trop dégradée, mais surtout celles qui disposent de perspectives réelles de redressement. Autrement dit, l'objectif doit être de laisser s'opérer le rattrapage des défaillances reportées en 2020, nécessaire pour le rebond, et d'enrayer toute progression spontanée, préjudiciable à la croissance à compter de 2021. Comme indiqué ailleurs, les défaillances « légitimes » ne me semblent pas se résumer au rattrapage de celles non survenues en 2020. L'économie « post-Covid » ne ressemblera pas trait pour trait à l'économie « pré-Covid » et cela imposera nécessairement des réallocations.

Or, en l'état, **les éléments permettant d'envisager une telle distinction dans les situations des entreprises ne sont pas disponibles, pour au moins deux raisons :**

- d'une part, **les signaux d'alerte usuels des difficultés d'entreprises sont, pour l'essentiel, suspendus**, ce que la chute prolongée du nombre de défaillances illustre, du fait de mesures réglementaires ou du recours à de multiples facilités de reports, institutionnalisées ou non¹. La « photographie instantanée » de la situation financière de l'entreprise peut ainsi se trouver faussée ;

- d'autre part, **les conséquences de la crise sanitaire sur l'activité de certains secteurs restent encore difficiles à apprécier**, certains professionnels entendus par le rapporteur général ayant fait part d'une première évolution des préférences des investisseurs. La modification des habitudes de consommation (achats en ligne) et de travail (télé-travail) ne sera pas sans conséquence sur la conduite de certaines activités, ce qui nécessitera une évolution de certains modèles d'affaires et l'adaptation des

¹ Ainsi, la dernière édition de l'étude du cabinet KPMG souligne l'allongement des délais de paiement interentreprises, avec une hausse du délai moyen de retard moyen sur le paiement des factures de 11 jours à 14,5 jours observée à la fin septembre 2020, soit une augmentation de plus de 30 %. Voir « [Culture cash : enjeux et perspectives](#) », édition n° 2, KPMG, novembre 2020.

entreprises, empêchant ainsi de retrouver, en sortie de crise, la même économie.

L'identification au cas par cas des entreprises en difficulté, et l'évaluation précise de la situation dans laquelle elles se trouvent constituent désormais un enjeu prioritaire.

- 1. Préserver un large accès aux financements pour toutes les entreprises viables, afin de concentrer ensuite les efforts sur celles qui ont été identifiées comme en ayant le plus besoin**

De façon préalable, il importe de **préserver un accès aussi large que possible des entreprises aux financements**. L'enjeu est double :

- **d'une part, circonscrire le périmètre des entreprises requérant un accompagnement complémentaire** - et ainsi prévenir les risques macroéconomiques pour la croissance et l'investissement détaillés précédemment¹ ;

- **d'autre part, disposer d'un indicateur de marché fiable**, le bon fonctionnement du canal du crédit permettant de repérer les entreprises mises de côté du fait de leur situation financière complexe.

À cet égard, lors des auditions conduites par le rapporteur général, plusieurs praticiens ont fait part d'une **certaine frilosité des établissements de crédit dans l'octroi de nouveaux financements** tant que les PGE n'étaient pas remboursés. Pourtant, le refinancement des PGE est une condition indispensable de l'efficacité du dispositif.

Pour réduire l'incertitude des acteurs financiers et préserver un fonctionnement efficace du circuit de financement des entreprises, **la Banque centrale européenne devrait maintenir des conditions de financement favorables aussi longtemps que nécessaire.**

Désormais, la difficulté à laquelle est confrontée l'action publique tient à la nécessité d'adopter une approche plus sélective.

À cet égard, si les économistes insistent sur l'importance d'un tel accompagnement, ils rappellent aussi que **les pouvoirs publics ne sont pas les plus à même pour opérer un ciblage efficace**. C'est ce que résume la note de l'OFCE, en affirmant que *« l'affaiblissement de la sélection marché justifie l'idée qu'il est légitime pour les pouvoirs publics d'intervenir directement en proposant des aides aux entreprises les plus viables. La difficulté de l'exercice vient du fait que l'État ne peut se substituer au jeu du marché en détectant ou discriminant, ex ante, les entreprises viables et celles qui doivent être écartées »*².

¹ Voir le II A du présent rapport.

² Mattia Guerini, Lionel Nesta, Xavier Ragot, Stefano Schiavo, OFCE, article précité, p. 15.

Le risque est double :

- **d'une part, mal calibrer l'accompagnement**, au risque d'effets d'aubaine et au détriment des finances publiques ;

- **d'autre part, mal cibler le soutien en solvabilité**, au risque de ne pas soutenir toutes les entreprises qui en ont besoin.

Conforter le marché du crédit permet de ce point de vue de révéler les entreprises dont la situation financière ne permet pas d'accéder à un nouvel emprunt. C'est pourquoi il s'agit d'un **préalable indispensable** dans le processus d'identification.

2. Une détection précoce et pragmatique des difficultés rencontrées par les entreprises, en utilisant tous les « thermomètres » à disposition

Les **difficultés financières** auxquelles une entreprise fait face **doivent pouvoir être détectées le plus en amont possible**.

Telle est précisément la conclusion à laquelle parvenait, avant même la crise actuelle, la note précitée de France stratégie étudiant le processus de zombification, en relevant que « *la détection en amont d'entreprises qui entrent dans une trajectoire de zombification peut aider à améliorer l'efficacité des procédures collectives et ainsi contribuer à une meilleure allocation des ressources dans l'économie* »¹.

De ce point de vue, l'expérience comme les études empiriques attestent que **le chef d'entreprise n'est pas forcément en capacité de les identifier**². Ce constat résulte d'ailleurs de deux problématiques différentes : un manque de formation en matière de gestion³, mais aussi une difficulté à admettre les difficultés rencontrées par l'entreprise.

¹ Haithem Ben Hassine, Catherine Le Grand et Claude Mathieu, « [Les procédures de défaillance à l'épreuve des entreprises zombies](#) », France stratégie, note précitée, octobre 2019.

² Voir, par exemple, les constats dressés par la mission « justice économique », sous la direction de Georges Richelme, dont [le rapport](#) a été rendu en février dernier.

³ Voir le rapport précité de la mission « Justice économique », qui indique à ce sujet que si la gestion des risques portant sur leurs métiers « sont généralement assez bien maîtrisés [...], en revanche la gestion proprement dite de l'entreprise n'est pas un savoir partagé par tous », p. 19.

D'autres voies doivent donc être recherchées. À ce titre, des **démarches visant à améliorer la capacité de détection précoce** ont récemment été engagées par les pouvoirs publics autour de **deux outils** :

- le premier, mis en place par la direction générale des finances publiques (DGFIP) dès 2017 sous la forme d'un modèle prédictif dont les données ont été enrichies pour tenir compte de l'effet de la crise, vise à modéliser le risque qu'une entreprise entre en procédure collective dans les dix-huit prochains mois. Il conduit à établir une liste composée d'un maximum de deux cents entreprises par départements, transmise aux DDFiP pour être partagée avec les membres restreints des comités départementaux d'examen des problèmes de financement des entreprises (CODEFI), afin de préserver le secret fiscal associé aux données mobilisées ;

- le second, créé en 2016 sous la forme d'une « *start-up* d'État » et appelé « Signaux faibles », entend également développer un outil *ad hoc* de détection des entreprises fragiles à l'aide d'un partenariat avec les différentes administrations compétentes.

Cependant, l'utilité de tels outils ne saurait être surestimée, aussi séduisants puissent-ils paraître en première approche. S'agissant de « Signaux faibles », la Banque de France relève d'ailleurs qu'« *au stade actuel, il apparaît que le modèle est encore perfectible, et l'utilisation des listes d'entreprises détectées par l'algorithme peu aisée* ». **Pire encore, selon elle, « la crise a rendu inopérant l'algorithme de détection »**¹.

Si l'outil développé par la DGFIP semble plus fonctionnel, **il ne dispose pas de la granularité requise pour opérer une détection à grande échelle**. En effet, son périmètre reste limité, puisqu'il concerne les entreprises employant plus de vingt personnes ou réalisant plus de cinq millions d'euros de chiffre d'affaires.

De fait, **le rapporteur général ne peut que dresser un constat identique à celui de la Banque de France, selon lequel « aucun algorithme ne peut remplacer la connaissance de terrain, notamment par les experts-comptables et les banquiers teneurs de compte de l'entreprise »**².

C'est la raison pour laquelle **il convient de retenir une approche territoriale**, au plus près des entreprises en difficulté, **mais aussi pragmatique**, en recourant à l'ensemble des outils et capteurs possibles, auprès des créanciers publics comme des acteurs privés.

L'objectif doit donc être de réactiver les signaux traditionnels de défaillance, suspendus au plus fort de la crise.

¹ Réponse de la Banque de France au questionnaire du rapporteur général.

² Ibid.

À cet égard, **l'enjeu immédiat tient à la façon dont l'exercice 2020 sera intégré dans le processus de cotation** des entreprises, lequel sera conduit par la Banque de France lorsque tous les bilans auront été transmis¹. Ce dispositif regroupe plus de 300 000 entreprises françaises et vient appuyer les décisions de financement des banques. **Deux objectifs doivent donc être conciliés : préserver un thermomètre indispensable pour le bon financement de l'économie, tout en tenant compte d'une activité pour partie empêchée en 2020.**

Pour cela, la Banque de France indique avoir « *adapté en 2020 son processus de cotation afin de refléter le mieux possible les fondamentaux du tissu productif tout en intégrant l'effet des dispositifs de support public qui ont été décidés, et éviter des dégradations automatiques et systématiques non justifiées de la cote de crédit* »². Dans cette optique, l'accent est mis sur la collecte d'éléments qualitatifs, par exemple *via* l'envoi de questionnaires aux chefs d'entreprise.

Ce processus doit ainsi participer à l'identification des situations problématiques.

Compte tenu des informations en leur possession, **les créanciers publics doivent également jouer un rôle central**. Sans envisager un retour immédiat et brutal aux assignations au tribunal de commerce, **le rapporteur général recommande de généraliser la mise en place d'une procédure d'alerte** pour les entreprises accumulant de la dette fiscale et sociale. Pour cette dernière, une note de France stratégie le préconisait déjà en 2018³.

Recommandation n° 1 : identifier les entreprises qui ne pourront pas s'en sortir sans accompagnement complémentaire en agissant au plus près des petites entreprises et en scrutant les signaux traditionnels de défaillance suspendus ou aménagés au plus fort de la crise - endettement social et fiscal, cotation du crédit.

¹ Pour mémoire, comme le rappelle la Banque de France dans la réponse au questionnaire du rapporteur général, le processus de « cotation apprécie, par une analyse à titre d'expert, la trajectoire financière à court-moyen terme (1-3 ans) des entreprises réalisant un chiffre d'affaires supérieur ou égal à 750 000 euros. Pour ce faire, la Banque de France gère le Fichier Bancaire des Entreprises (FIBEN), qui est un instrument important pour l'économie du pays car il contribue à assurer le bon financement des entreprises en France ».

² Réponse de la Banque de France au questionnaire du rapporteur général.

³ Anne Épaulard, Damien Despierre et Chloé Zapha, « [Entreprises en difficulté financière : procédure de sauvegarde ou redressement judiciaire ?](#) », France stratégie, note de synthèse, avril 2018, p. 3.

En parallèle, le rapporteur général a constaté une certaine lenteur dans la mise en œuvre des plans d'apurement des dettes fiscales et sociales, consistant à étaler le remboursement des échéances reportées au plus fort de la crise sanitaire.

Ainsi, au niveau national, l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (ACOSS) indique en être encore au début de la phase de proposition des plans d'apurement, avec environ 200 000 plans envoyés, nombre à rapporter au million d'entreprises ayant accumulé des dettes de cotisations sociales en raison de la crise sanitaire. Pour les travailleurs indépendants, ces plans seront proposés au début de l'été, en parallèle de la régularisation des montants dus au titre de l'exercice 2020.

Le même décalage prévaut pour les plans d'apurement de dettes fiscales. Pour le seul exemple de la Meurthe-et-Moselle, moins de quatre-vingt plans ont été accordés aux entreprises depuis le mois d'août 2020.

Une accélération de la mise en œuvre des plans d'apurement s'impose, alors que les entreprises ont pu recourir à divers mécanismes de reports d'échéances et d'étalement. Il en résulte **une appréhension complexe de l'ensemble des besoins financiers de l'entreprise, susceptible de fausser le diagnostic** sur la réalité des difficultés auxquelles elle est confrontée. Ce point d'attention a d'ailleurs été expressément soulevé par les professionnels avec lesquels le rapporteur général a échangé à Nancy le 21 avril dernier.

Recommandation n° 2 : accélérer et amplifier le déploiement des plans d'apurement de dettes fiscale et sociale, afin d'améliorer la visibilité des entreprises sur leurs besoins de financement à court et moyen termes.

B. ORIENTER : PRÉCISER LA NATURE DES DIFFICULTÉS RENCONTRÉES PAR L'ENTREPRISE, POUR ENVISAGER LA MEILLEURE RÉPONSE POSSIBLE AU NIVEAU INDIVIDUEL ET MACROÉCONOMIQUE

Une fois identifiée, une entreprise en difficulté **doit pouvoir se voir proposer une solution adaptée à sa situation.**

Deux hypothèses sont possibles :

- soit l'entreprise fait face à une difficulté d'accès aux financements susceptible de compromettre la poursuite de son activité, ce qui nécessite de **procéder à un diagnostic coordonné et partagé** entre les acteurs au sein d'une structure dédiée, permettant ensuite de recourir à une palette d'outils visant à renforcer son bilan ;

- soit l'identification révèle que la survie immédiate de l'entreprise est affectée, ce qui commande en ce cas de se tourner vers **le tribunal de commerce, en recourant davantage aux procédures amiables**, en amont des procédures collectives, afin d'assainir son bilan.

Une précision s'impose : toutes les entreprises ne pourront pas s'en sortir. La défaillance fait partie de la vie de l'entreprise et du système économique. Cependant, il est indispensable de **prévoir des dispositifs adaptés afin de donner toutes les possibilités aux entreprises pour surmonter leurs difficultés.**

1. Se concerter pour parvenir à un diagnostic partagé entre acteurs sur la situation et les perspectives de l'entreprise

Au cours des travaux, plusieurs personnes ont souligné **l'absence de réelle structure territoriale de référence pour l'accompagnement des entreprises en difficulté** : le Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI)¹ ne trouve pas réellement de déclinaison locale analogue.

Certes, les comités départementaux d'examen des problèmes de financement des entreprises (CODEFI) sont censés jouer ce rôle. Ces structures ont en effet vocation à assister les entreprises confrontées à des contraintes de financement qui les saisissent dans la définition de solutions de redressement, comme le détaille l'encadré ci-après.

¹ Le CIRI a pour mission d'aider les entreprises en difficulté à élaborer et mettre en œuvre des solutions permettant d'assurer leur pérennité et leur développement. Compétent pour les entreprises de plus de 400 salariés qui en font la demande, le CIRI vise, aux côtés du dirigeant, à définir et négocier un plan de transformation de son financement avec les différentes parties prenantes – actionnaires, créanciers, etc.

Les CODEFI : une présentation

Structure locale présidée par le préfet, les comités départementaux d'examen des problèmes de financement des entreprises (CODEFI) ont pour mission d'accueillir et d'orienter les entreprises de moins de 400 salariés qui rencontrent des problèmes de financement. Pour cela, ils assistent les entreprises qui les ont préalablement saisis en amont du dépôt de bilan dans l'élaboration et la mise en œuvre de solution de redressement pérennes. Leur mission s'articule avec celles de la commission départementale des chefs de services financiers (CCSF), qui intervient lorsqu'une entreprise fait face à des difficultés pour régler une échéance fiscale ou sociale.

Ses compétences portent essentiellement sur trois champs :

- commander des audits afin d'établir un diagnostic de la situation et valider des hypothèses de redressement ;
- accorder des prêts du fonds de développement économique et social (FDES) dans le cadre d'un plan de restructuration, sous réserve que l'entreprise soit à jour de ses obligations fiscales et sociales ;
- accorder des prêts directs de l'État – avances remboursables, prêts à taux bonifié, prêts exceptionnels pour les petites entreprises, etc.

En complément, chaque CODEFI peut opérer des démarches conciliatoires auprès de certains organismes publics ou parapublics pour l'accélération du règlement de certaines créances ou l'obtention de délais pour les dettes fiscales et sociales en saisissant la CCSF.

Le CODEFI est composé des personnes suivantes :

- le préfet de département, en qualité de président ;
- le directeur départemental des finances publiques, en qualité de vice-président ;
- le commissaire au redressement productif ;
- des membres de plein droit – le directeur de l'ex-DIRECCTE (DREETS)¹, le directeur de l'URSSAF et le directeur de la Banque de France ;
- plusieurs observateurs : le procureur de la République, le directeur départemental des territoires (si nécessaire), ainsi que toute autre personne sur demande du président.

Source : commission des finances du Sénat

Force est toutefois de constater que **l'identification des CODEFI par les acteurs reste faible, tandis que leur rôle s'est progressivement réduit au cours des dernières années**, à mesure que les crédits finançant les outils qu'ils pouvaient mobiliser s'érodaient. Ce constat se trouve d'ailleurs implicitement confirmé par l'annonce d'une « réactivation » du CODEFI par différentes préfetures en réponse à la crise.

¹ Depuis le 1^{er} avril 2021, les directions régionales des entreprises, de la concurrence, de la consommation, du travail et de l'emploi ont été regroupées avec les services déconcentrés de la cohésion sociale au sein des directions régionales de l'économie, de l'emploi, du travail et des solidarités (DREETS).

Récemment, le ministre de l'économie, des finances et de la relance, Bruno Le Maire, a indiqué travailler à « *des accompagnements spécifiques pour les entreprises qui font face à un mur de dettes et qui, même si elles peuvent être viables d'ici deux ou trois ans, ne peuvent pas s'en sortir dans les mois qui viennent. [...] Cet accompagnement spécifique pourrait s'exercer à l'échelon local, grâce par exemple aux CODEFI [...]. Je souhaite que ces comités soient renforcés* »¹.

La réactivation et le renforcement du CODEFI peuvent effectivement présenter l'avantage de garantir une intervention rapide, **sous réserve d'améliorer son efficacité.**

Ainsi, le CODEFI doit être renforcé afin de pouvoir répondre aux nouveaux besoins, comme certains acteurs entendus par le rapporteur général n'ont pas manqué de le signaler. Face à la situation exceptionnelle, le CODEFI pourrait évoluer en comité partenarial de financement des entreprises en sortie de crise (COFISOC), avec deux évolutions essentielles :

- **d'une part, un élargissement aux acteurs privés concernés** en généralisant le recours aux comités élargis des financeurs – experts-comptables, banquiers, *etc.* ;

- **d'autre part, un élargissement de la palette d'outils susceptibles d'être mobilisés pour accompagner une entreprise dans son redressement**, ce pour quoi le rapporteur général formule plusieurs propositions ci-après.

Enfin, il ne faut sans doute pas négliger la difficulté, pour le chef d'une entreprise traversant une mauvaise passe, de franchir le pas et de décider de saisir une structure administrative pouvant être hébergée à la préfecture. Aussi, en complément d'une ouverture plus large et systématique des CODEFI à des acteurs privés, **il importe d'élargir les conditions de saisine aux personnes disposant des leviers d'identification, à l'instar des professionnels du chiffre**, en cohérence avec la diversité des moyens d'identification.

Recommandation n° 3 : mettre en place et promouvoir une structure territoriale de concertation des acteurs publics et privés, en transformant le CODEFI en comité partenarial de financement des entreprises en sortie de crise (COFISOC), afin de parvenir à un diagnostic partagé sur la réalité de la situation financière d'une entreprise en difficulté et définir des perspectives de redressement.

¹ [Compte-rendu](#) de l'audition devant la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire de l'Assemblée nationale, le 15 avril 2021.

2. Accroître le recours aux procédures amiables, en amont de la cessation de paiement

L'identification peut aussi mettre en évidence des entreprises faisant face à un **besoin immédiat d'assainissement de leur bilan**. En ce cas, comme le relève le rapport de la mission « Justice économique », mise en place par le Gouvernement, « *lorsque l'entreprise doit faire face à une pluralité de créanciers, seuls les dispositifs judiciaires semblent permettre de prendre en compte la relation avec la totalité de ceux-ci* »¹.

Or **l'insuffisant recours en France aux procédures dites préventives**, à savoir les procédures permettant de traiter à l'amiable les difficultés déjà apparues dans une démarche de protection, **fait aujourd'hui l'objet d'un certain consensus**. En 2016, les procédures amiables ne représentaient que 7 % du total des procédures collectives engagées². La mission « Justice économique » constate ainsi que « *les petites entreprises, les commerçants, les artisans, les indépendants, les agriculteurs, les associations, n'ont généralement pas recours aux procédures amiables qui pourraient les protéger lorsque leur situation se dégrade. Ils ne bénéficient donc pas dans leur grande majorité de la protection qu'elles apportent et de l'accompagnement qui leur permettrait de redresser leur situation* »³.

Ce sont pourtant précisément ces acteurs qui requièrent aujourd'hui un soutien particulier.

L'enjeu est crucial, dans la mesure où, en moyenne, **dans deux cas sur trois, une entreprise en difficulté entre directement en liquidation judiciaire**, avec une surreprésentation marquée des entreprises de petite taille⁴. Cette observation tendancielle semble même s'accroître à l'heure actuelle. La récente étude du cabinet Altarès alerte ainsi sur le fait qu'au cours du premier trimestre 2021, les TPE employant jusqu'à cinq salariés étant tombées en défaillance ont, pour **près de 80 % d'entre elles, été directement placées en liquidation judiciaire, proportion jamais observée depuis vingt ans**⁵.

¹ Georges Richelme (dir.), [Rapport](#) de la mission « Justice économique », février 2021, p. 27. La mission « Justice économique » avait été confiée par le Gouvernement à Georges Richelme, ancien président de la conférence générale des juges consulaires de France.

² Haithem Ben Hassine, Catherine Le Grand et Claude Mathieu, « [Les procédures de défaillance à l'épreuve des entreprises zombies](#) », France stratégie, note précitée, octobre 2019, p. 7.

³ Georges Richelme (dir.), [Rapport](#) précité, p. 13.

⁴ Puisqu'en moyenne, 85 % des entreprises placées en liquidation directe emploient moins de 10 salariés. Voir Anne Épaulard, Damien Despierre et Chloé Zapha, « [Entreprises en difficulté financière : procédure de sauvegarde ou redressement judiciaire ?](#) », note précitée, p. 2.

⁵ « [Étude de défaillances et sauvegardes des entreprises en France au 1^{er} trimestre 2021](#) », étude précitée.

Pour maximiser les chances de redressement, il faut donc **encourager les entreprises à se diriger le plus en amont possible vers ces dispositifs**. Comme l'a récemment souligné la Commission européenne dans une note de travail adressée aux membres de l'Eurogroupe, « *de solides procédures anticipant et traitant les situations d'insolvabilité seront essentielles pour faire face à un possible pic des défaillances d'entreprises. Des schémas efficaces de défaillance alignent les intérêts de telle sorte que la dette viable est remboursée, tandis que la dette non viable est rapidement traitée* »¹.

Les différentes propositions envisagées relèvent davantage du droit des entreprises en difficulté et excèdent l'objet de ce rapport. Pour autant, **deux obstacles essentiels doivent au préalable être levés** afin d'élargir le recours aux procédures préventives par les plus petites entreprises :

- d'une part, **la réticence spontanée du chef d'entreprise à franchir la porte du tribunal de commerce** sans y être acculé par la cessation de paiements ;

- d'autre part, **le frein financier résultant du coût de la procédure préventive**, notamment en raison des honoraires du mandataire ou du conciliateur, comme cela a été souligné à l'occasion des échanges à Nancy et alors même que des aides existent².

C'est **au moyen d'une relation de confiance entre la personne conseillant cette orientation et d'un accompagnement financier**, d'ores-et-déjà proposé par de nombreuses régions, que l'objectif d'un recours accru aux procédures préventives par les TPE-PME sera atteint.

Recommandation n° 4 : accroître le recours des plus petites entreprises aux procédures collectives préventives, afin d'améliorer leurs chances de rétablissement, tout en diffusant plus largement les possibilités de prise en charge financière des coûts associés à ces procédures, mises en place par de nombreuses collectivités publiques.

¹ Commission européenne, « [Corporate solvency of European enterprises : state of play](#) », Note à destination du groupe de travail de l'Eurogroupe, 1^{er} février 2021, p. 4, traduction de l'auteur.

² Voir par exemple [le partenariat](#) conclu en mars dernier entre le département de la Manche et les centres d'information sur la prévention des difficultés des entreprises (CIP) visant à financer tout ou partie de la procédure de prévention pour les TPE employant moins de 10 salariés et réalisant moins de deux millions d'euros de chiffre d'affaires, pour une enveloppe totale de 300 000 euros.

C. TRAITER : MOBILISER LA RÉPONSE ADÉQUATE À PARTIR D'UNE PALETTE D'OUTILS

1. Pour la majorité des entreprises, réduire l'excès d'endettement en renforçant les fonds propres

S'agissant du financement en fonds propres, il n'existe malheureusement pas de « solution miracle » pour les PME, compte tenu de la nécessité d'un traitement de masse et de la réticence des dirigeants à ouvrir leur capital et à revoir à la baisse les valorisations en période de crise.

Ainsi que cela a été précédemment rappelé, la solution des prêts participatifs et des obligations « relance » s'apparente davantage à une dette subordonnée qu'à des fonds propres.

Sa principale faiblesse tient ainsi au caractère temporaire du renforcement du bilan, dès lors qu'un remboursement du capital est prévu au bout de huit ans.

Il paraît toutefois difficile d'aller plus loin dans la mise en œuvre de ces dispositifs, pour deux raisons.

Tout d'abord, l'encadrement des aides à la recapitalisation impose des clauses visant à garantir le caractère temporaire de l'intervention de l'État, ce qui n'apporterait donc pas réellement de solution.

En particulier, une intervention de l'État en fonds propres est subordonnée par la Commission européenne à la mise en place de clauses d'incitation au rachat des actions qui doivent être activées au bout de quatre ans et six ans, soit une durée inférieure à celle prévue pour les prêts participatifs.

De même, les interventions en « quasi-fonds propres » (ex : obligations convertibles en actions) sont subordonnées à un taux d'intérêt minimum fortement croissant visant à inciter à sortir du dispositif, très supérieur à celui prévu pour les prêts participatifs.

Niveau minimum de la prime pour les instruments hybrides

(en pourcentage)

Type de bénéficiaire	1 ^{ère} année	2 ^{ème} et 3 ^{ème} années	4 ^{ème} et 5 ^{ème} années	6 ^{ème} et 7 ^{ème} années	8 ^{ème} année et années ultérieures
PME	2,25%	3,25%	4,50%	6%	8%
Grandes entreprises	2,50%	3,50%	5%	7%	9,50%

Source : commission des finances du Sénat (d'après la communication de la Commission européenne précitée)

En outre, le retour à un mécanisme d'incitation fiscale analogue à la réduction d'impôt qui était imputable sur l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF), souvent évoqué lors des auditions, présenterait les mêmes défauts.

Pour mémoire, le dispositif « ISF-PME » consistait en une réduction d'impôt de 50 % accordée aux contribuables au titre des investissements en fonds propres réalisés dans les jeunes PME. Il n'a pas été conservé dans le cadre de la mise en place de l'impôt sur la fortune immobilière (IFI).

Une première limite d'un tel dispositif est qu'il ne serait pas à l'échelle des besoins en fonds propres. Avec un coût de 654 millions d'euros en 2017, les flux d'investissements annuels dans les PME et entreprises innovantes liés à cette réduction d'impôt étaient estimés à environ 1,2 milliard d'euros, à comparer avec les besoins en fonds propres actuels, estimés entre 20 et 50 milliards d'euros par les études précitées.

Surtout, les PME financées par ce biais l'ont souvent été dans des conditions en réalité très proches de celles d'une dette subordonnée, ainsi que l'avait d'ailleurs regretté la commission des finances du Sénat à plusieurs reprises¹.

En pratique, l'investissement au capital des PME prenait généralement la forme d'actions de préférence, dont le dividende prioritaire augmentait très fortement à compter de la sixième année pour inciter l'actionnaire majoritaire de la PME à exercer son droit de rachat. En contrepartie, l'option de rachat réduisait l'accès de l'investisseur à la valeur créée en limitant *ex ante* sa plus-value maximale. **La montée au capital était donc organisée pour n'être que temporaire et l'intéressement à la hausse du cours de l'action était fortement limité,** rapprochant ainsi les caractéristiques de ces titres des obligations subordonnées.

¹ Voir notamment le commentaire de l'article 13 du projet de loi finances rectificative pour 2015 figurant dans le rapport n° 229 (2015-2016) d'Albéric de Montgolfier, fait au nom de la commission des finances du Sénat et déposé le 9 décembre 2015.

**Exemple de cadre de sortie défini à l'avance
par recours aux actions de préférence**

Une option de rachat est offerte aux actionnaires majoritaires de la PME, pour un montant égal à 110 % du prix d'entrée. Le potentiel de plus-value est donc limité à 10 %, en complément de la réduction d'impôt à la souscription, alors que l'investisseur supporte toute la moins-value si l'investissement évolue défavorablement.

À compter de la 6^{ème} année, le dividende attaché aux actions de préférence, nul jusqu'alors, augmente à un taux correspondant au taux de l'Euribor à 12 mois, majoré de 15 % par an, afin d'inciter fortement au rachat.

Source : Amundi, « Le fonctionnement du mandat PME 2014 », 31 mars 2014, p. 3

Par ailleurs, si les prêts participatifs constituent un compromis acceptable pour les petites PME, il en va différemment pour les grosses PME et ETI.

Dès lors que les prêts participatifs et les obligations « relance » sont ouvertes à l'ensemble des PME et ETI, **il existe un risque que le dispositif désincite les plus grosses entreprises à lever des fonds propres** auprès des professionnels du capital-investissement.

Ces derniers présentent pourtant l'avantage de constituer une source de financement permanente et imposent des **débats nécessaires sur la valorisation et la structure du capital de l'entreprise**, en particulier dans la perspective d'opérations de croissance externe de grande ampleur.

Afin de limiter ce risque, le Sénat avait adopté, à l'initiative du rapporteur général, un amendement imposant un **plafond par entreprise de 3 millions d'euros pour les PME et de 7 millions d'euros pour les ETI**. Si ce dernier n'a finalement pas été retenu par l'Assemblée nationale, il conserve toute sa pertinence.

Recommandation n° 5 : plafonner les prêts participatifs et les obligations « relance » à 3 millions d'euros pour les PME et à 7 millions d'euros pour les ETI, afin de ne pas désinciter à la levée de fonds propres.

En parallèle, la crise sanitaire pourrait être l'occasion pour l'État de **mettre fin au traitement fiscal plus favorable dont bénéficie le financement par la dette** par rapport au financement en fonds propres.

En effet, les charges financières telles que les intérêts d'emprunt sont partiellement déductibles de l'assiette de l'impôt sur les sociétés, alors que ce n'est pas le cas des dividendes, qui rémunèrent les actionnaires.

Il en résulte donc un « **biais en faveur de la dette** », dont l'intensité apparaît particulièrement forte en France. Ce dernier a ainsi été estimé à **3,8 points de pourcentage en 2018**, soit le niveau le plus élevé de l'Union européenne¹, ce que la réforme de 2019 a atténué sans toutefois le corriger.

Plusieurs études empiriques ont confirmé que ce biais **accroît très significativement le recours à l'endettement**².

Aussi, différents pays tels que la Belgique et l'Italie ont entrepris ces dernières années d'y mettre fin **en introduisant un système d'intérêts notionnels**, appelé *allowance for corporate equity*, permettant de déduire de l'assiette d'imposition un intérêt fictif correspondant à la rémunération attendue des fonds propres.

De premières études empiriques sont venues confirmer l'efficacité de ces mécanismes – et ce même lorsqu'ils ne concernent pas l'ensemble du stock de capital existant mais uniquement les nouveaux fonds propres, afin de maîtriser le coût du dispositif³.

Dès lors, **la mise en place d'un mécanisme d'*allowance for corporate equity* applicable aux nouveaux fonds propres pourrait être décidée** afin de mettre fin au « biais en faveur de la dette » et inciter les entreprises à renforcer leur structure financière en sortie de crise.

Celui-ci gagnerait à être **temporaire**, afin de maximiser l'incitation pour les entreprises à y recourir en sortie de crise tout en maîtrisant son coût pour les finances publiques.

Recommandation n° 6 : mettre en place, à titre temporaire, une déduction fiscale pour le capital à risque (« *allowance for corporate equity* »), afin d'inciter les entreprises à procéder à des augmentations de capital.

¹ Commission européenne, « *Tax policies in the European Union – 2020 survey* », 2020, p. 38.

² Voir par exemple : Ruud A. De Mooij, « *Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions* », *Fiscal Studies*, vol. 33, n° 4, décembre 2012

³ Voir par exemple : Nicola Branzoli et Antonella Caiumi, « *How effective is an incremental ACE in addressing the debt bias? Evidence from corporate tax returns* », *European Commission Taxation Papers, Working paper n° 72*, 2018.

2. Pour les situations les plus difficiles rencontrées par des entreprises viables, opérer une restructuration rapide et ordonnée du passif

a) La nécessaire restructuration de la dette pour améliorer le bilan

Pour certaines entreprises confrontées à une situation financière trop dégradée ou pour lesquelles le renforcement des fonds propres se révèle impossible, **l'amélioration du bilan devra passer par une restructuration de leur endettement**. Ce processus pourra s'opérer dans le cadre du recours plus large aux procédures préventives développé précédemment.

C'est aussi ce que recommande une récente étude du Conseil européen du risque systémique, en insistant sur le fait que « *pour les États membres, la première des priorités doit être d'assurer une restructuration efficace de l'endettement. Par l'octroi de prêts directs et de prêts garantis, les États ont accru leur exposition au secteur privé. Aussi, la solidité des finances publiques à moyen terme dépendra de la réussite des restructurations de dette d'un grand nombre d'entreprises. Grâce au cadre temporaire des aides d'État, les États membres ont la possibilité de convertir des instruments de soutien en liquidité en subventions ou d'autres formes de transferts, dans la limite d'un plafond. Les États membres pourraient mobiliser ces outils afin de contribuer à la restructuration de l'endettement, tout en prévoyant des incitations à la restructuration pour les créanciers privés (en particulier les banques). Il s'agit ainsi de mettre les entreprises viables sur un pied d'égalité en vue de la reprise de leur activité, en recourant à l'expertise du secteur financier pour évaluer la viabilité de l'activité* »¹.

De fait, **l'intérêt est double** :

- **d'une part, répondre aux risques économiques** d'un « étranglement par la dette » ;

- **d'autre part, préserver les finances publiques** en admettant une perte initiale partielle et conjointe avec les créanciers privés pour éviter de devoir constater une perte totale – échéances fiscales et sociales reportées, appel de la garantie sur le PGE octroyé, etc.

Pour ce faire, il est indispensable **d'agir conjointement avec les créanciers privés, en les incitant à s'inscrire dans cette démarche**. Il s'agit d'abord d'une nécessité, dans la mesure où, juridiquement, les PGE prennent la forme d'un contrat conclu entre une banque et une entreprise. Il s'agit surtout de **s'appuyer sur les capacités du secteur financier pour apprécier la viabilité d'une entreprise**, en fonction de la nature de ses activités et de ses perspectives de redressement. Cette analyse permettra un soutien public plus efficace sur le plan économique et plus protecteur des comptes publics.

¹ « [Prevention and management of a large number of corporate insolvencies](#) », Comité européen du risque systémique, 25 avril 2021, p. 29, traduction de l'auteur.

b) Afin de faciliter la restructuration de la dette, assouplir le maintien de la garantie du PGE au-delà de six ans et élargir le recours à des décotes partielles de créances publiques pour les situations les plus critiques

Compte tenu de ces éléments, **le rapporteur général formule deux propositions pour accentuer le processus de restructuration de l'endettement des entreprises.**

La première concerne directement le traitement des PGE dans le cadre d'un processus de restructuration. En l'état, toute restructuration de l'endettement impliquant un PGE et conduisant à un étalement au-delà de la durée limite de six ans **rendrait le prêt caduc, avec deux conséquences immédiates :**

- d'une part, **pour la banque et l'entreprise, la perte de la garantie de l'État**, ce qui réduit fortement l'incitation à engager une restructuration de l'endettement ;

- d'autre part, **pour les finances publiques, l'appel de la garantie due sur le prêt**, conduisant à une indemnisation en fonction de la perte actuarielle calculée au moment de l'arrêté du plan¹.

Dès lors, **pour la banque, il pourrait être préférable de mettre l'entreprise en défaut** et de bénéficier immédiatement de la totalité de la garantie.

C'est pourquoi le rapporteur général recommande d'amender le cadre juridique des PGE, afin de permettre de conserver la garantie au-delà de six années en cas de restructuration acceptée par les créanciers. Si une telle évolution suppose au préalable d'obtenir l'autorisation de la Commission européenne, elle participe d'une réelle logique économique et repose sur l'accord d'acteurs privés. La Commission européenne pourrait donc raisonnablement donner son accord.

Recommandation n° 7 : maintenir, avec l'autorisation de la Commission européenne, la garantie de l'État en cas de restructuration d'endettement s'étendant au-delà de la limite de six ans prévue pour les PGE, afin d'inciter davantage à l'étalement des dettes d'une entreprise en difficulté.

¹ Voir l'arrêté du 23 mars précité, article 6.

La seconde proposition concerne plus largement le processus de restructuration des dettes, afin d'accroître les abandons partiels de créances pour les entreprises rencontrant une situation financière particulièrement critique.

Deux considérations préalables sont nécessaires :

- d'une part, en dépit des difficultés qu'une telle démarche soulève, il s'agit pour certaines entreprises d'une **condition de leur survie**. Pour ces situations, il importe donc de convaincre rapidement les créanciers qu'accepter une perte initiale réduite s'impose pour éviter de constater une perte définitive supérieure ;

- d'autre part, l'intérêt des créanciers privés au maintien en activité d'une entreprise **n'équivaut pas nécessairement à l'intérêt social**. Dès lors, il peut être nécessaire de traduire financièrement ce décalage¹.

Dans cette perspective, pour les entreprises disposant de réelles perspectives de redressement mais condamnées à court terme, **le rapporteur général recommande de renoncer plus largement à certaines créances publiques, en engageant les créanciers privés dans une démarche analogue**.

Sur le modèle de la proposition formulée par Olivier Blanchard en juin 2020, l'objectif doit être d'obtenir un accord entre l'État et les créanciers privés sur la base d'un **abandon partiel de créances à parité, lequel serait complété d'une majoration publique correspondant à l'intérêt économique et social du maintien de l'entreprise en activité**. Tel est le sens du recours plus large aux subventions que recommande également le Centre européen du risque systémique, en affirmant que « *la possibilité de convertir des instruments remboursables en subventions pourrait devenir un outil essentiel pour prévenir les défaillances d'entreprises menacées mais viables* »².

Sur le plan juridique, cette proposition pourrait être mise en œuvre rapidement sur la base de l'encadrement temporaire des aides d'État en vigueur, puisqu'il autorise déjà la conversion des aides octroyées sous formes d'instruments remboursables en subventions³. Dès lors que le secteur privé serait, pour l'essentiel, associé *pari passu*, seule la majoration publique serait comptabilisée comme une aide d'État.

¹ Voir Olivier Blanchard, Thomas Philippon et Jean Pisani-Ferry, « [A new policy toolkit is needed as countries exit Covid-19 lockdowns](#) », Peterson institute for international economics (PIIE), Policy Brief, juin 2020.

² « [Prevention and management of a large number of corporate insolvencies](#) », Comité européen du risque systémique, *ibid.*, p. 21, traduction de l'auteur.

³ Paragraphe 23 ter de l'encadrement temporaire des aides d'État. Voir Commission européenne, « Encadrement temporaire des mesures d'aide d'État visant à soutenir l'économie dans le contexte actuel de la flambée de Covid-19 », version consolidée à jour de la communication C(2021) 564 du 28 janvier 2021.

Sur le plan économique, cette proposition permettrait de surmonter les critiques formulées contre l'hypothèse d'une transformation des PGE en subvention, comme l'avait envisagé le ministre de l'économie, des finances et de la relance lors de son audition devant la commission des finances le 27 janvier dernier¹. Les échanges avec les professionnels ont d'ailleurs confirmé leur **opposition franche et unanime à une telle solution**, qui poserait la question de l'égalité de traitement avec les entreprises n'ayant pas recouru à un PGE.

Même élargi, l'abandon de créances devra rester circonscrit et exceptionnel : il s'agit véritablement d'une solution de dernier recours pour sauver des entreprises viables mais connaissant de très grosses difficultés financières.

Dans ce cadre, il serait possible de **mobiliser les différentes créances de l'entreprise** : pour les TPE, les PGE constituent une part importante de l'endettement financier, mais s'ajoutent aussi les échéances sociales et fiscales reportées.

Pour les finances publiques, le coût immédiatement constaté doit être nuancé pour deux raisons :

- d'une part, la décote du total des créances publiques de l'entreprise consentie doit permettre de **sécuriser le remboursement ultérieur des créances restant dues** ;

- d'autre part, l'effort consenti doit s'analyser à l'aune de la **préservation du tissu productif** que peut permettre une telle mesure.

Le rapporteur général y voit également la conséquence nécessaire du choix initial du Gouvernement de **ne pas subventionner plus largement les entreprises** particulièrement touchées par les conséquences économiques de la crise sanitaire, comme le Sénat l'avait recommandé à plusieurs reprises, notamment en couvrant plus largement les coûts fixes.

Recommandation n° 8 : recourir plus largement à des décotes partielles de créances publiques, sur le principe d'un abandon à parité avec les créanciers privés, majoré pour tenir compte de l'intérêt social du maintien de l'entreprise en activité, afin de permettre le redressement d'entreprises viables mais menacées par leur surendettement.

¹ Voir [le compte-rendu](#) de l'audition du 27 janvier dernier.

EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le mercredi 12 mai 2021 sous la présidence de M. Claude Raynal, président, la commission a entendu une communication de M. Jean-François Husson, rapporteur général, sur le thème : « Comment sortir des prêts garantis par l'État (PGE) ? ».

M. Claude Raynal, président. – Nous en venons maintenant à une communication du rapporteur général sur le thème : « Comment sortir des prêts garantis par l'État ? ».

M. Jean-François Husson, rapporteur général. – Je souhaite vous présenter les conclusions du travail de contrôle que j'ai mené sur les prêts garantis par l'État (PGE).

Comme vous le savez, ce dispositif a été mis en œuvre rapidement dès le mois de mars 2020. Il a permis aux entreprises de sécuriser leur trésorerie en empruntant jusqu'à trois mois de chiffre d'affaires, avec un différé initial de remboursement d'un an. Distribués par les banques, ces prêts bénéficient de la garantie de l'État dans la limite de 90 % des sommes versées et d'une enveloppe maximale de 300 milliards d'euros.

À bien des égards, ce montant global a incarné l'engagement du Président de la République d'accompagner les acteurs économiques « quoi qu'il en coûte ». Pourtant, dans un premier temps, les PGE ne coûtent rien au budget de l'État : il s'agit d'un soutien en trésorerie que les entreprises doivent ensuite rembourser. D'autres pays ont, dès le départ, fait un choix différent, en privilégiant le recours aux subventions, ce qui tend à soulager immédiatement et définitivement les entreprises.

Comme point de départ de mon travail, je me suis posé deux questions : tout d'abord, dans quelle mesure le choix de recourir massivement aux PGE remet-il en question l'efficacité du soutien apporté aux entreprises françaises ? Ensuite, comment ce choix affecte-t-il notre capacité à rebondir en sortie de crise ?

Vous l'aurez constaté, depuis quelque temps, certains s'interrogent sur les risques de « zombification » qui pourraient menacer l'économie française, tandis que de nombreuses entreprises réfléchissent à la façon de rembourser leurs emprunts.

Pour répondre à ces questions, j'ai mené de nombreuses auditions à Paris et à Nancy, en échangeant avec tous types d'acteurs, qu'il s'agisse d'acteurs institutionnels, d'économistes ou de chefs d'entreprise.

Je me suis également appuyé sur une étude inédite commandée à l'Institut des politiques publiques (IPP), afin d'évaluer l'efficacité du recours aux PGE et d'apprécier les contraintes qui en résultent sur les bilans des entreprises. Ses conclusions sont particulièrement précieuses, notamment

parce que l'étude se fonde sur les premières données réelles disponibles, là où les travaux publiés jusqu'à présent résultent de modèles économétriques.

Je vous présenterai mes conclusions en trois temps, en commençant par un bilan des PGE, puis en envisageant l'exposition de l'économie française à un surendettement des entreprises, avant de vous présenter mes recommandations.

Les chiffres résument l'ampleur du recours au dispositif : depuis sa création, près de 140 milliards d'euros de PGE ont été octroyés à plus de 670 000 entreprises. Plus de 80 % d'entre eux ont été signés au cours du deuxième trimestre 2020.

Par rapport aux autres pays européens, la France se place dans une situation intermédiaire : en proportion de notre PIB, le recours aux PGE est cinq fois supérieur à celui de l'Allemagne, mais presque moitié plus faible qu'en Espagne. Faute de marges de manœuvre budgétaires jugées suffisantes, le Gouvernement a donc fait le choix de recourir davantage à ce soutien en trésorerie.

Les caractéristiques du PGE ont été définies de manière « agressive » en France avec, en particulier, la décision de proposer aux entreprises un taux d'intérêt sensiblement plus faible que celui auquel celles-ci pouvaient se financer avant le déclenchement de la crise sanitaire. Pour une majorité d'entre elles, le PGE s'est donc révélé très attractif.

L'étude de l'IPP atteste d'une réelle efficacité des PGE à court terme, et ce pour deux raisons principales. D'abord, en dépit de sa large diffusion, le dispositif a concerné en priorité des secteurs particulièrement touchés par la crise sanitaire. Ainsi, près de 60 % des entreprises du secteur de l'hébergement et de la restauration ont souscrit un PGE. Ensuite, la garantie n'a pas entraîné d'effet anti-sélection, puisque les banques ont appliqué le même niveau d'exigence pour l'octroi de leurs prêts.

À ce stade, les évaluations convergent donc pour conclure à une efficacité réelle des PGE à court terme.

Mais qu'en est-il de la suite ? Il semble que ce premier bilan pourrait être remis en cause à l'aune de deux facteurs.

La publication des comptes nationaux pour l'exercice 2020 révèle que les entreprises françaises ont conservé dans leur bilan 22 % du coût de la crise, contre 7 % en moyenne à l'échelon européen. En Allemagne, c'est même l'intégralité des pertes des entreprises qui a été prise en charge par la puissance publique.

En outre, l'allongement de la crise sanitaire met le principe même du dispositif sous tension, sans que le différé d'un an supplémentaire ne réponde totalement à la problématique.

Certaines entreprises ont donc utilisé leur PGE pour compenser leurs pertes. Beaucoup de chefs d'entreprise se demandent aujourd'hui comment ils pourront honorer leurs mensualités de remboursement, auxquelles s'ajoutent souvent différentes échéances fiscales et sociales reportées. Cette inquiétude est d'autant plus forte que certains secteurs particulièrement touchés par la crise l'ont abordée avec des fragilités spécifiques. Ainsi, avant la crise, un quart des entreprises du commerce avait au maximum une semaine de chiffre d'affaires en trésorerie d'avance.

À l'appui de ce bilan, quelles sont les conséquences du choix du Gouvernement de recourir largement aux PGE ? Deux questions se posent : faut-il s'inquiéter du risque de surendettement des entreprises françaises ? Quel en sera le coût pour les finances publiques ?

Concernant les entreprises, le risque est double : d'une part, une accélération du nombre de faillites, y compris d'entreprises fondamentalement viables et productives et, d'autre part, une réduction de leurs dépenses d'investissement. C'est ce que les économistes qualifient généralement d'« étranglement par la dette ». Vous l'aurez compris, une telle situation affecterait sensiblement notre capacité de rebond et pourrait même menacer durablement nos capacités de production.

Or, de ce point de vue, la France se distingue par une plus forte « congélation » de son économie que les autres pays européens. La baisse du nombre des défaillances en 2020 y atteint près de 40 % du niveau observé en 2019, contre 21 % au niveau de l'Union européenne. Un rattrapage est à redouter, ne serait-ce qu'au vu des défaillances suspendues en 2020. Il nous faut cependant anticiper le « dégel » pour éviter tout risque de progression spontanée sous l'effet de la dégradation de la situation financière des entreprises.

C'est pourquoi il est indispensable de confronter ces différents éléments avec la réalité : à quel point la crise sanitaire a-t-elle dégradé le bilan de nos entreprises ?

Les chiffres agrégés sont de prime abord plutôt rassurants : l'endettement net des entreprises françaises reste globalement stable en 2020. Autrement dit, les entreprises se sont endettées massivement, mais elles ont aussi accumulé d'importantes liquidités. Cependant, une partie d'entre elles pourrait d'ores et déjà être préemptée pour honorer les échéances reportées. Une telle observation coïncide d'ailleurs avec la corrélation constatée entre le recours aux PGE et les reports des échéances fiscales et sociales, en particulier dans certains secteurs.

Une analyse plus fine, entreprise par entreprise, s'impose. C'est tout l'intérêt de l'étude de l'IPP, qui s'est intéressée à la déformation du bilan sous l'effet de la crise, en procédant directement à partir des premiers comptes déposés.

Les résultats confirment l'appréciation générale : sous une forme agrégée, la dégradation des bilans est contenue. Cependant, elle se révèle potentiellement dangereuse pour certains secteurs et certaines entreprises. Pour tenir compte de ces situations, il est primordial d'engager une action complémentaire rapide visant à renforcer leur solvabilité.

De cette action dépendra aussi le coût des PGE pour les finances publiques. À ce stade, le Gouvernement intègre une probabilité de défaut s'élevant à 6,2 %. Dans son étude, l'IPP évalue quant à lui la sinistralité à 5,4 %, ce qui se traduirait par un coût net pour les comptes publics, primes de garantie incluses, légèrement supérieur à 3 milliards d'euros.

Pourtant, force est de constater que l'action en solvabilité reste insuffisante. Alors que beaucoup redoutent le « mur de la dette », le Gouvernement nie l'ampleur du problème. Anticiper la sortie des PGE s'impose dès maintenant. C'est pourquoi je formule huit recommandations, en retenant une approche en trois temps, sur le modèle du triptyque mis en œuvre dans le domaine sanitaire : pour réussir la sortie des PGE, il faudra identifier, orienter et traiter les entreprises en difficulté.

La priorité initiale doit être donnée à l'identification des entreprises en difficulté, mais viables. Le premier bilan que j'ai dressé va dans le sens d'un risque circonscrit à un périmètre réduit de situations. Il reste néanmoins à les identifier correctement et à distinguer les entreprises qui ont des chances réelles de redressement.

Pour y procéder, je retiens deux recommandations.

Ma première recommandation est de réactiver les signaux classiques des entreprises en difficulté qui ont été suspendus ou aménagés au plus fort de la crise sanitaire, comme l'accumulation d'une dette sociale et fiscale ou encore la cotation de crédit par la Banque de France. Nous récupérerons ainsi le « thermomètre » sur les difficultés d'une entreprise qui permet de donner l'alerte.

Ma seconde recommandation vise à ce que les entreprises aient une vision plus claire de la réalité de leurs besoins financiers. La multiplication des reports d'échéance peut fausser la bonne compréhension de la situation financière d'une entreprise. Je pense essentiellement aux reports fiscaux et sociaux. La mise en place des outils existants prend du retard : il faut accélérer et intensifier les plans d'apurement des échéances sociales et fiscales reportées.

Une fois acquis qu'une entreprise ne pourra pas s'en sortir seule, encore faut-il qu'elle sache vers qui se tourner. C'est l'objet de la deuxième étape : l'orientation vers un accompagnement sur mesure.

Au cours de mes travaux, nombreux sont les interlocuteurs ayant insisté sur l'absence de structure locale de concertation autour des difficultés des entreprises. Le Comité interministériel de restructuration industrielle

(CIRI) n'a pas véritablement de déclinaison locale. Ces dernières semaines, le Gouvernement a envisagé de recourir aux comités départementaux d'examen des problèmes de financement des entreprises (CODEFI). Encore faut-il moderniser et rendre plus visibles ces structures, qui restaient inconnues du grand public il y a peu. J'observe d'ailleurs que de nombreuses préfectures ont récemment communiqué sur la réactivation des CODEFI, ce qui en dit long sur leur activité actuelle.

Surtout, ces structures ne sont actuellement pas en mesure de répondre au besoin que j'identifie. Présidées par le préfet, hébergées à la préfecture et réunissant les créanciers publics, elles nécessitent que les chefs d'entreprise les saisissent.

C'est pourquoi je propose de transformer radicalement les CODEFI et de créer des comités partenariaux de financement des entreprises en sortie de crise (COFISOC). Ceux-ci évolueraient sur deux points essentiels : d'une part, ils seraient systématiquement ouverts aux acteurs privés ; d'autre part, ils permettraient d'élargir la palette des outils susceptibles d'être mobilisés pour contribuer au redressement d'une entreprise.

Cette identification pourrait également aboutir au nécessaire assainissement du bilan de certaines entreprises. Dans ce cas, il est nécessaire de recourir à un dispositif judiciaire, seul à même d'organiser la négociation avec les créanciers.

Pour ce qui concerne les très petites entreprises (TPE), les jugements des tribunaux de commerce conduisent trop souvent à la faillite. Dans 70 % des cas, une TPE en difficulté est directement placée en liquidation judiciaire. Il faut inverser cette tendance, ce qui suppose d'anticiper au maximum leur prise en charge. C'est tout l'enjeu du recours aux procédures préventives, qui présentent l'avantage de contribuer à traiter les difficultés à l'amiable.

Les freins sont malheureusement bien connus : la réticence spontanée du chef d'entreprise à se tourner vers le tribunal de commerce, mais aussi le coût de la procédure. Lever ces freins sera complexe, mais nous pourrons le faire en communiquant plus largement sur les dispositifs de prise en charge financière des coûts associés aux procédures préventives que de nombreuses collectivités proposent.

La bonne orientation des entreprises permettra d'apporter la réponse la plus appropriée, en proposant un accompagnement sur mesure.

Pour une entreprise en difficulté financière, deux solutions sont envisageables : l'amélioration de son bilan par le renforcement de ses fonds propres ou, lorsque plus rien d'autre n'est possible, l'assainissement de son bilan par la restructuration de son endettement.

S'agissant des fonds propres, il n'y a pas de recette miracle. Un chef d'entreprise est bien souvent réticent à revoir à la baisse la valorisation de son entreprise en période de crise et à ouvrir son capital à d'autres actionnaires.

C'est la raison pour laquelle le Gouvernement a privilégié le recours aux prêts participatifs et aux obligations « Relance ». La loi de finances pour 2021 a ainsi autorisé l'État à apporter sa garantie à des véhicules d'investissement financés par des investisseurs privés tels que les assureurs, qui auront pour objet d'acquérir des prêts participatifs distribués aux entreprises. Souvent qualifiés de « quasi-fonds propres », ces instruments sont toujours considérés comme de la dette subordonnée devant être remboursée à échéance. Ils ne renforcent donc que temporairement le bilan.

Il me semble difficile d'aller plus loin dans la définition d'un mécanisme public de renforcement du capital des entreprises. En la matière, je préfère orienter le comportement des acteurs, en émettant deux recommandations.

La première concerne les prêts participatifs. Je m'appuie à cet égard sur un double constat. D'une part, l'enveloppe de 20 milliards d'euros de prêts participatifs qui peuvent être garantis doit suffisamment irriguer nos entreprises, tout en préservant leur capacité d'y accéder. D'autre part, ces instruments financiers ne doivent pas conduire à désinciter les plus grosses entreprises à lever de réels fonds propres. C'est ainsi que le Sénat avait adopté sur mon initiative, lors de l'examen du projet de loi de finances pour 2021, un amendement tendant à imposer un plafond par entreprise, fixé à 3 millions d'euros pour une PME et à 7 millions d'euros pour une ETI. Même si ce dispositif garde toute sa pertinence, l'Assemblée nationale l'avait rejeté en nouvelle lecture.

Ma seconde recommandation visant à renforcer les fonds propres concerne le traitement fiscal d'une telle opération. Le constat est établi de longue date : les règles de déductibilité favorisent le financement par la dette. Or l'intensité de ce biais en faveur de la dette se révèle particulièrement forte en France. Ces dernières années, plusieurs pays européens ont entendu le corriger, à l'instar de l'Italie. Pour cela, ils ont introduit une déduction fiscale pour le capital à risque - *allowance for corporate equity*. Concrètement, ce mécanisme fiscal permet de déduire de l'assiette imposable un intérêt fictif correspondant à la rémunération attendue des fonds propres.

De premières études empiriques ont confirmé l'efficacité de ce dispositif. Je vous propose de le mettre en place à titre temporaire, en réservant son application aux nouveaux fonds propres, afin d'en maximiser l'attrait et d'en maîtriser le coût pour nos finances publiques. À titre de comparaison, le coût de la mise en œuvre d'une telle mesure en Italie a été évalué à 400 millions d'euros environ la première année.

J'en arrive à mes dernières recommandations, qui concernent cette fois-ci les situations les plus dégradées, lorsque la restructuration de l'endettement s'impose comme ultime recours.

D'abord, le dispositif des PGE comporte actuellement un écueil qu'il faut rapidement corriger. Comme vous le savez, la durée maximale des PGE est de six ans. Compte tenu des caractéristiques retenues par la France, il est difficile de chercher à prolonger la durée de remboursement des PGE. Nos marges de manœuvre semblent fort contraintes en la matière, la Commission européenne n'admettant une durée plus longue que dans le cas où les modalités retenues par ailleurs sont moins avantageuses.

Une situation spécifique mérite toutefois d'être examinée : qu'advient-il d'un PGE en cas de restructuration de la dette d'une entreprise au-delà de six ans ? Le cadre en vigueur prévoit que la garantie tombe : la banque serait indemnisée à hauteur de la perte actuarielle constatée. Par conséquent, une banque pourrait préférer mettre l'entreprise en défaut pour bénéficier de la totalité de la garantie plutôt que de lui donner une chance en étalant sa dette.

Pour surmonter cet écueil, je vous propose d'autoriser le maintien de la garantie de l'État en cas de restructuration de la dette d'une entreprise au-delà de six ans. L'accord préalable de la Commission européenne sera nécessaire, mais il me semble que cette possibilité reste strictement encadrée et participe de l'objectif même du dispositif.

Ensuite, pour redonner de l'oxygène aux seules entreprises les plus en difficulté, je recommande de recourir plus largement aux abandons partiels de créances publiques. Ma proposition concerne toute forme de créances publiques, que ce soit la partie garantie d'un PGE ou les créances fiscales et sociales. Alors que Bruno Le Maire envisage de transformer le PGE en subvention, j'ai pu mesurer la farouche hostilité que rencontre cette proposition auprès des différents acteurs. En effet, comment surmonter l'aléa moral né de la différence de traitement entre une entreprise ayant souscrit un PGE et sa concurrente ayant préféré s'en passer ?

Autre précision, l'abandon de créances devrait être décidé de concert avec les créanciers privés, afin d'accroître la décote consentie à l'entreprise et de s'assurer que l'ensemble des acteurs mise sur le redressement de l'entreprise. Une majoration pourrait être appliquée sur la décote publique, afin de tenir compte de l'intérêt économique et social que représente le maintien de l'entreprise en activité.

Telles sont mes huit recommandations pour réussir la sortie des PGE. Les récentes prises de parole du Gouverneur de la Banque de France sur la situation financière de nos entreprises se veulent rassurantes. Je veux aussi le croire, mais ce constat n'en reste pas moins fragile.

Quoiqu'il en soit, il faut pouvoir répondre rapidement aux situations problématiques qui sont identifiées. Plus on anticipera, plus le nombre d'entreprises qui seront sauvées augmentera, et plus notre tissu productif sera préservé. L'État doit être au rendez-vous en assurant un véritable « service après-vente » des PGE.

M. Marc Laménie. - Je remercie le rapporteur général pour cette présentation.

Près de 140 milliards d'euros ont été prêtés aux entreprises grâce aux PGE. Or certaines entreprises, notamment les plus petites, n'y ont pas eu recours en raison de la complexité du dispositif. D'autres, également parmi les plus fragiles, ne seront pas en mesure de rembourser leur emprunt : dans ces conditions, les PGE ne coûteront-ils vraiment rien au budget de l'État ?

Mme Christine Lavarde. - Comment expliquer que les taux soient beaucoup plus favorables aux entreprises françaises qu'aux autres entreprises européennes, et ce depuis bien avant le début de la crise sanitaire ?

Le rapporteur général a évoqué le risque d'aléa moral. Je me demande si certaines entreprises n'ont pas choisi de souscrire un PGE pour financer leurs dépenses grâce à un prêt peu cher. A-t-on une idée du montant des prêts qui n'aurait pas été utilisé par les entreprises pour combler leurs déficits, mais pour disposer d'une source de financement à bon compte ?

Enfin, pourriez-vous nous rappeler brièvement le rôle exact des CODEFI ? Je n'ai pas le sentiment qu'il s'agisse véritablement de lieux où l'on discute des problèmes de financement des entreprises aujourd'hui. De plus, si l'on ouvre les CODEFI, comment assurer la confidentialité des informations qui y seront échangées ?

M. Gérard Longuet. - Je souhaiterais saluer l'excellent travail du rapporteur général et de l'étude commandée à l'institut des politiques publiques, qui nous apportent des informations extraordinairement utiles.

Une première question pratique : dans la synthèse, vous écrivez que la probabilité de défaut augmente alors que la crise et la pandémie se prolongent. Nous passerions de 4,6 % à 6,2 % d'après les évaluations de la sinistralité du Gouvernement que vous évoquez. Comment expliquez-vous ce chiffre ? En particulier, s'agit-il d'une probabilité de défaut à 100 % ou de défaut partiel ? En effet, le coût final du dispositif ne serait que de 2,7 % des montants garantis, comment expliquez-vous ce différentiel ?

Mon autre réflexion concerne la sortie de crise : lorsque vous indiquez qu'il faut identifier les entreprises dont le bilan est le plus dégradé, le préalable n'est-il pas de disposer d'une analyse sectorielle approfondie ? Le chiffre d'affaires a, pour certaines périodes, été quasi nul dans un certain nombre de secteurs.

Tels qu'ils fonctionnent aujourd'hui, les CODEFI sont absolument inaptes à répondre aux centaines de dossiers qui pourraient être déposés par département. Ils n'ont ni l'outil technique, ni la capacité pour répondre à la demande qui pourrait émerger. De plus, quelles seraient les relations des banques avec ces comités ?

M. Vincent Segouin. - Je suis heureux que nous abordions la question des PGE, que j'ai posée de manière récurrente au cours des dernières auditions. En effet, la rentabilité moyenne des entreprises étant d'environ 2 % à 3 %, je ne vois pas comment rembourser en cinq ans la dette contractée au travers d'un PGE à 25 % du chiffre d'affaires annuel. Je ne parle pas des entreprises qui ont souscrit un PGE sans l'utiliser, mais des secteurs les plus touchés et particulièrement concernés.

La sélection des entreprises me paraît donc primordiale. Je ne crois pas beaucoup à celle effectuée par l'État, du fait de lacunes dans son efficacité, sa réactivité et parfois son objectivité. Certaines entreprises non viables ont ainsi bénéficié d'un PGE. Un vrai travail de sélection doit être mené, afin d'éviter de concentrer de l'argent public ou privé sur des entreprises non viables. Dès lors, comment sélectionner les entreprises ? Comment s'assurer que les banques soient partenaires ? Si celles-ci couvrent les risques à hauteur de 10 % mais que ce taux doit être porté à 100 % en cas de refinancement, il faudra être convainquant. Par ailleurs, les vingt milliards d'euros accordés au titre des prêts participatifs sont-ils suffisants ? Ou s'agira-t-il, comme dans le cas du plan de relance, d'une loterie visant à sélectionner les entreprises bénéficiaires ?

M. Éric Bocquet. - À la question des modes de sortie des PGE, Bruno le Maire a répondu le 14 avril lors d'une interview sur la chaîne BFM « nous allons aider les entreprises à passer le mur de la dette et travailler les dispositifs d'accompagnement. On ne va pas attendre que l'entreprise se prenne le mur, on va regarder sa situation et voir s'il faut étaler sa dette, voire annuler sa dette, en partie ». Si on estime que la probabilité de défauts de paiement est d'environ 6,2 %, cela fait 8 milliards qui retomberaient dans le pot commun de la dette publique. Bruno le Maire nous qualifie d'utopistes ou d'irresponsables lorsqu'on évoque l'annulation de la dette publique détenue par la Banque centrale européenne (BCE), mais propose cette solution pour les entreprises. Benoit Cœuré indiquait à notre commission la semaine dernière que l'essentiel des PGE avait servi à reconstituer la trésorerie des entreprises. Cela signifie-t-il que l'argent serait disponible pour leur remboursement ?

M. Stéphane Sautarel. - La différence de pertes conservées par les entreprises françaises et les entreprises européennes m'avait échappé et constitue un sujet d'inquiétude en termes de compétitivité, sur lequel nous devons revenir. Concernant la sortie des PGE, la question des fonds propres me semble le plus souvent être ignorée. Je m'interroge sur une proposition qui viserait à renforcer durablement les fonds propres, notamment en

mobilisant l'épargne disponible. Nous avons eu à ce sujet une proposition de loi et il me semble pertinent de réfléchir à cette question. S'agissant des TPE, je ne partage pas entièrement le diagnostic du rapporteur général concernant les attentes de transformation des PGE en subventions pour les plus petites d'entre elles, pour lesquelles les fonds propres ou les prêts participatifs ne peuvent répondre à leurs difficultés. Seule la subvention peut permettre, si l'entreprise est viable, de sortir des PGE.

M. Michel Canévet. – Ce système a été particulièrement opérant, car il a séduit plus de 670 000 entreprises. Le niveau de défaillances a très fortement baissé dans le pays, ce qui est un signe positif. Toutefois, les défaillances ne doivent pas être cachées, et devraient concerner uniquement les entreprises qui ne parviennent plus à maintenir leurs activités. La question de la médiation est extrêmement importante : l'idée qui a été évoquée d'un comité partenarial pour associer les experts-comptables, les acteurs consulaires, les banquiers est très bonne à condition de veiller à la confidentialité des données. Il faut éviter que ces comités ne soient des outils où seraient diffusées des informations confidentielles. Comment voyez-vous concrètement ces comités ? Je crains en outre que les services de l'État, dont les moyens ont été réduits significativement ces dernières années, aient du mal à prendre en main un tel dispositif.

M. Christian Bilhac. – Vous évoquez les entreprises pour lesquelles les PGE auraient permis de conforter leur trésorerie, puis les effets d'aubaine concernant les entreprises qui auraient contracté ces prêts du fait de leur caractère avantageux. Quelle est la part de PGE résultant de ces effets d'aubaine et quelle est la part d'entreprises dont on peut craindre l'insolvabilité ?

M. Charles Guené. – Je ne suis pas certain que les modalités habituelles de détection des entreprises fragiles soient suffisantes. Il faudrait aller au-delà. Nous avons dans notre pays des blocages culturels à cet égard, tant de la part des prêteurs que des entreprises. Ainsi, concernant les collectivités territoriales, j'ai conseillé à mes collègues de mettre en œuvre des reports de dette et non des abandons de créances. Il y a chez les élus, comme dans les entreprises, des difficultés à ouvrir sa propre comptabilité, et nous risquons de rencontrer un problème similaire dans le cadre des PGE. Lorsqu'on parle d'effet d'aubaine, dans le cadre des PGE, il s'agit parfois plus simplement d'entrepreneurs ayant eu peur de la situation à l'origine de la crise et qui aujourd'hui n'ont pas de difficultés substantielles.

M. Claude Raynal, président. – S'agissant du soutien au capital-investissement, vous proposez des déductions fiscales pour les entreprises au titre de l'impôt sur les sociétés. Selon une autre approche, l'idée d'une garantie par l'État sur une fraction du capital investi avait été soulevée par le passé sans avoir prospéré, à l'image de ce qui existe pour une garantie en capital de l'assurance-vie. Monsieur le rapporteur général, que pensez-vous de ces réflexions ?

M. Jean-François Husson, rapporteur général. – Pour répondre à Marc Laménie, le PGE ne coûte rien à l'État s'il n'y a pas de défaillances. Le Gouvernement estimant ce risque à 4,6 % en début de crise, il est aujourd'hui évalué à plus de 6 %. Le dispositif diffère de l'Allemagne où des subventions ont été accordées aux entreprises touchées. J'ai expliqué les raisons pour lesquelles la France a choisi un dispositif différent.

S'agissant du secteur du BTP, j'ai rencontré, au cours de mes auditions à Nancy, deux acteurs de tailles différentes : une TPE et une PME. La TPE nous a fait état de sa grande satisfaction sur les facilités d'accès aux prêts et la rapidité de leur décaissement. La PME n'a, de son côté, demandé qu'un simple prêt de trésorerie, qu'elle a remboursé.

Christine Lavarde partage mes observations sur la question de l'aléa moral. J'irai plus loin que le simple propos budgétaire : la plupart des acteurs économiques auditionnés nous ont exprimé leur hostilité à une forme de laisser-aller quant à l'octroi de subventions en lieu et place du remboursement de ces prêts. En sortie de crise, elle se ferait au détriment des entreprises qui ont fait le plus d'efforts.

En ce qui concerne les CODEFI et leur ouverture aux acteurs privés, j'ai bien pris la mesure de la question de la confidentialité des informations qui peuvent y être échangées. Je relève cependant que celle-ci est déjà prégnante au sein des conseils d'administration des grandes entreprises, qui associent différents acteurs. Pour l'heure, les CODEFI ne sont pas structurés pour accompagner la sortie de crise. N'y laisser que des représentants de l'État leur donnerait par ailleurs un caractère presque hémiplégique. La proposition que j'ai formulée reprend le modèle du PGE où l'État apporte sa garantie et laisse ensuite aux banques le soin de formuler une offre de prêt. Je suis agréablement surpris par l'implication de la Fédération bancaire française ou de la Banque publique d'investissement dans l'accompagnement au plus près des entreprises, en dépassant le simple cadre de la filière pour nouer une relation directe avec les entreprises. Un changement de paradigme a été opéré.

Il s'agit aujourd'hui de poursuivre dans cette logique associant public et privé, cette fois-ci au niveau des CODEFI, en s'appuyant notamment sur la connaissance des entreprises acquise par les professionnels du chiffre. Les chambres consulaires pourraient également être associées. Il s'agit de s'adresser au maximum d'acteurs et de prendre en compte l'évolution constatée quant à l'utilisation de ces prêts. La longueur de la crise a, en effet, incité les entreprises qui y recourraient à repenser leur rapport au PGE, qui a été initialement envisagé comme une facilité de trésorerie pour faire face lorsque le premier confinement, particulièrement strict, a été décidé.

Pour répondre à Gérard Longuet, nous devons avoir le traitement le plus fin possible en ce qui concerne la sortie de crise et aller au-delà d'une approche par secteur d'activité, en prenant en compte les spécificités de chaque entreprise. L'exemple des traiteurs est assez éloquent. Il existe en la matière deux types de structures, selon qu'elles disposent ou non d'une boutique et de la part de chiffre d'affaires qu'elle représente. Pour une quarantaine d'entreprises du secteur, l'essentiel de leur activité tient aux grands événements. Elles emploient pour cela une ou plusieurs centaines de collaborateurs afin de répondre à la demande. Leur activité s'est arrêtée du jour au lendemain en mars 2020, voire même un peu avant pour les plus grands événements. Il n'est pas possible pour elles d'opérer en vente à emporter. Un dispositif les visant a pu être mis en place au 1^{er} janvier dernier mais pas avant. La situation n'est pas la même pour les artisans-traiteurs, qui ont pu garder leur boutique ouverte et reprendre une partie de leur activité après le premier déconfinement, pour des événements moins importants.

Le caractère inédit de cette crise nous invite à revoir les acquis de la théorie économique sur la sortie de crise et privilégier des approches innovantes, en associant public-privé, afin d'éviter les défaillances, accélérer la reprise et écarter le spectre d'une hausse d'impôts.

Vincent Segouin évoque les entreprises non viables ayant bénéficié d'un PGE. Aujourd'hui, un nombre important d'entreprises est effectivement sous perfusion et certaines d'entre elles auraient dû cesser leurs activités. Ces dernières ont bénéficié d'un sursis, notamment pour les commerces. Dans nos villes, de nombreux locaux et fonds de commerce sont d'ailleurs déjà disponibles. Les COFISOC que je propose de mettre en place doivent permettre de répondre à ces difficultés.

En France, les conséquences économiques de la crise ont été supportées à 22 % par les entreprises. Les problématiques de compétitivité reviendront et, comme l'évoque Stéphane Sautarel, une part essentielle de la sortie de crise réside dans les fonds propres. Si l'on souscrit tous à l'idée de préserver notre souveraineté industrielle, les moyens dont nous disposons pour la garantir sont limités.

Numériquement, les TPE sont les principaux bénéficiaires des PGE. La crainte que l'outil soit cannibalisé par les grandes entreprises ne s'est donc pas réalisée, même si les constructeurs automobiles et le secteur aéronautique ont largement bénéficié de ce dispositif et risquent de rencontrer des difficultés supplémentaires du fait de l'évolution des mobilités à la fin de la crise sanitaire. Il faut donc mettre en place une sortie en sifflet des aides, qui ne concernera pas uniquement les PGE. Il faudra être pragmatique.

Comme l'a indiqué Michel Canévet, les services de l'État ne doivent pas être seuls pour traiter les difficultés rencontrées par les entreprises et négocier leur dette. Il est cependant logique qu'ils soient représentés autour de la table et c'est le sens de la proposition visant à créer de nouveaux comités, les COFISOC.

Concernant les effets d'aubaine, il faut bien comprendre que les entreprises ont simplement voulu prendre leurs précautions en début de crise, c'est dans l'utilisation et les décisions qui ont pu être prises ensuite qu'il faut distinguer les situations.

Pour répondre à Charles Guéné, il faut effectivement aller au-delà de la logique initiale des PGE et lever les blocages. En particulier, il faut s'assurer que les banques ne resserrent pas les conditions de crédit en sortie de crise. Les COFISOC que je propose doivent constituer le moyen d'un diagnostic partagé entre les acteurs.

S'agissant de la question posée par le président et du soutien public aux investissements privés en fonds propres, d'après les acteurs interrogés, des liquidités sont disponibles pour investir et la question est plutôt d'accompagner les entreprises dans leurs besoins de financement. De ce point de vue, les prêts participatifs sont une des réponses apportées par le Gouvernement.

La commission autorise la publication de la communication du rapporteur général sous la forme d'un rapport d'information.

LISTE DES PERSONNES ENTENDUES

1. Auditions au Sénat

Direction générale du Trésor (DGT)

- M. Sébastien RASPILLER, chef du service du financement de l'économie.

Banque de France

- M. Frédéric VISNOVSKY, médiateur national du crédit ;
- M. Alain GERBIER, directeur des entreprises.

Bpifrance SA

- M. Nicolas DUFOURCQ, directeur général.

Urssaf Caisse nationale

- M. Yann-Gaël AMGHAR, directeur général.

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)

- Mme Lilas DEMMOU, économiste senior.

Fédération bancaire française

- M. Philippe BRASSAC, président ;
- Mme Maya ATIG, directrice générale.

France Invest

- M. Dominique GAILLARD, président ;
- M. Alexis DUPONT, directeur général ;
- Mme France VASSAUX, directrice générale adjointe.

MEDEF

- M. Patrick MARTIN, président délégué.

Confédération des petites et moyennes entreprises (CPME)

- M. Germain SIMONEAU, président de la commission « Finances des entreprises » ;
- Mme Sandrine BOURGOGNE, secrétaire générale adjointe ;
- M. Lionel VIGNAUD, directeur des affaires économiques, juridiques et fiscales.

Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires (CNAJMJ)

- M. Christophe BASSE, président ;
- M. Frédéric ABITBOL, vice-président ;
- M. Alain DAMAIS, directeur général.

Conseil d'Analyse économique (CAE)

- M. Philippe MARTIN, président délégué et président du Conseil national de la productivité.

Institut Bruegel

- M. Nicolas VÉRON, co-fondateur du think-tank européen ;
- Mme Julia ANDERSON, analyste.

Société de conseil en investissement

- M. Mathieu GONIN, responsable de la dette privée d'entreprises chez *Aviva Investors France*.

Cabinet d'avocats et de conseil

- M. Guillaume CORNU, associé au sein du cabinet EY, responsable du département « Restructurations et marché des entrepreneurs » ;
- M. Laurent COTRET, avocat associé au sein du cabinet August Debouzy, responsable du département « Restructuring-corporate » ;
- M. Stéphane SYLVESTRE, avocat associé au sein du cabinet Intervista, spécialiste en droit des sociétés, fusions et acquisitions ;
- Mme Emmanuelle VICIDOMINI, avocate associée au sein du cabinet SVZ, en charge du département « Financement ».

Professeurs et universitaires

- M. Pierre-Olivier GOURINCHAS, professeur d'économie à l'Université de Californie (Berkeley) ;
- M. Guillaume HANNEZO, professeur associé à l'École normale supérieure et président de *YouAreCapital* ;
- M. Jérôme LASSERRE CAPDEVILLE, maître de conférences à l'Université de Strasbourg, spécialiste en droit bancaire et pénal.

Institut des politiques publiques (IPP)

- M. Laurent BACH, directeur du programme « Entreprises » ;
- M. Nicolas GHIO, économiste ;
- M. Arthur GUILLOUZOUIC, économiste ;
- M. Clément MALGOUYRES, économiste.

2. Auditions à Nancy

Table ronde avec des représentants des prescripteurs de PGE

- M. Daniel DUPONT, directeur départemental de la Banque de France en Meurthe-et-Moselle ;
- M. Bernard NICAISE, directeur du réseau Est Bpifrance ;
- M. Bruno DELETRÉ, président du Comité régional des banques de la Fédération bancaire française Grand Est ;
- M. Pierre GEORGES, président du Comité départemental des banques de la Fédération bancaire française de Meurthe-et-Moselle.

Tribunal de commerce de Nancy

- M. Charles CUNAT, président.

Direction départementale des finances publiques

- M. Bertrand GAUTIER, directeur départemental des finances publiques de Meurthe-et-Moselle.

Table ronde avec des représentants d'entreprises

- M. Gilles CAUMONT, président du MEDEF de Meurthe-et-Moselle ;
- M. Stéphane HEIT, président de la Confédération des petites et moyennes entreprises Grand Est ;
- M. Alban VIBRAC, président de la Fédération départementale du bâtiment et des travaux publics de Meurthe-et-Moselle ;
- M. Alain MARCOTULLIO, cogérant de la société *Marcotullio Traiteur* de président de l'Association nationale des traiteurs de France ;
- M. Frédéric SAINT-DIZIER, président de la société *Les productions Label LN* ;
- M. Nicolas RAMPON, dirigeant de la société *Terr'activ* ;
- M. Arnaud TISSERAND, président-directeur général du groupe *Lagarde Meregnani*.

ANNEXE :
RAPPORT DE L'INSTITUT DES POLITIQUES PUBLIQUES
PORTANT ÉVALUATION DE LA CONTRAINTE POUR LES
ENTREPRISES DU REMBOURSEMENT DES PRÊTS
GARANTIS PAR L'ÉTAT (PGE)



L'Institut des politiques publiques (IPP) a été créé par l'École d'économie de Paris (PSE) et est développé dans le cadre d'un partenariat scientifique entre PSE et le Groupe des écoles nationales d'économie et statistique (GENES) avec le soutien de l'ANR au titre du programme Investissements d'avenir. L'IPP vise à promouvoir l'analyse et l'évaluation quantitatives des politiques publiques en s'appuyant sur les méthodes les plus récentes de la recherche en économie.

www.ipp.eu



LES AUTEURS DU RAPPORT

Laurent Bach est professeur associé de finance à l'ESSEC Business School et directeur du programme Entreprises à l'Institut des politiques publiques (IPP). Ses travaux de recherche sont principalement consacrés à l'analyse quantitative des politiques publiques. Il est spécialiste de finance d'entreprise et des ménages.

Page personnelle : <https://sites.google.com/site/laurentbach/>

Nicolas Ghio est économiste à l'Institut des politiques publiques (IPP). Il est titulaire d'un Master en sciences économiques de Sciences Po.

Arthur Guillouzoic est économiste à l'Institut des politiques publiques (IPP). Ancien élève de l'École normale supérieure de Cachan et titulaire d'un doctorat en sciences économiques de Sciences Po, ses recherches se situent dans les champs de l'économie publique et de l'économie de l'innovation.

Page personnelle : <https://arthurguileco.wixsite.com/aguillouzouiclecorff>

Clément Malgouyres est économiste à l'Institut des politiques publiques (IPP) et chercheur associé à l'École d'économie de Paris (PSE). Il s'intéresse à des questions empiriques en économie publique, économie internationale et économie du travail. Ses travaux récents portent sur la fiscalité des entreprises et l'évaluation quantitative des politiques publiques.

Page personnelle : <https://sites.google.com/site/clementmalgouyres>

SYNTHÈSE DES RÉSULTATS

Cette étude a été commanditée par la commission des finances du Sénat afin d'apporter un éclairage sur la capacité de remboursement des prêts garantis aux entreprises (PGE) offerts en 2020 par les entreprises bénéficiaires.

Données mobilisées

- Cette étude se distingue par la mobilisation de données exceptionnelles, rendues accessibles pour la première fois aux chercheurs universitaires et aux administrations à la suite de la crise sanitaire. Ainsi, nous exploitons les données du fichier de gestion des PGE et les données d'origine fiscale : déclarations de TVA et liasses fiscales. Cet accès se fait au travers des procédures du comité du secret statistique et des moyens techniques du centre sécurisé d'accès aux données (CASD).
- Pour avoir des informations aussi récentes que possible sur l'état du bilan des entreprises bénéficiaires et non-bénéficiaires de PGE, nous avons aussi recours à des données comptables directement déposées par les entreprises soit auprès des greffes de tribunaux de commerce (pour toutes les entreprises), soit auprès de l'Autorité des marchés financiers (pour les groupes cotés), ainsi qu'à des informations sur les liaisons financières et sur la composition de l'actionnariat des entreprises. Cette étude mobilise donc des sources d'une qualité remarquable permettant de réaliser des travaux inédits sur données françaises.

- Les données permettent notamment de comprendre précisément quel type d'entreprise a eu recours aux PGE, de tracer l'impact de ces PGE sur le bilan et l'investissement des entreprises et, enfin, d'étudier précisément la sinistralité des PGE, un dernier élément essentiel à la fois pour comprendre les bénéfices du PGE pour les entreprises et son coût budgétaire pour l'État.

Le recours au PGE

- Presque 40 % des entreprises ont contracté un PGE entre mars et décembre 2020. Il s'agit là d'un niveau de recours massif si on le compare avec les expériences précédentes en France, en particulier les prêts garantis offerts à l'occasion du plan de relance de 2009, auxquels seuls 4 % des entreprises avaient participé.
- La participation au programme PGE a été de la même intensité dans toutes les catégories de taille, ce qui est là encore inhabituel compte tenu du fait que les garanties de prêt visent en règle générale les PME et TPE. En revanche, et de manière peu surprenante, certains secteurs particulièrement touchés par la crise sanitaire ont participé au dispositif de manière bien plus massive que les autres, notamment l'hôtellerie-restauration et l'industrie de matériels de transport au sein desquels environ la moitié des entreprises ont contracté un PGE.
- Le recours au PGE est d'abord le résultat d'une forte demande. Les entreprises qui étaient en bonne santé financière avant la crise, qui n'ont pas de gros besoins d'investissement ou qui n'ont pas subi une forte chute de chiffre d'affaires ont significativement moins pris de PGE.
- Le recours semble aussi avoir été limité par l'offre. Environ 19 % des PGE ont été accordés jusqu'au maximum autorisé par la loi (25 % du chiffre d'affaires), ce qui suggère fortement que ces entreprises bénéficiaires ont été ra-

tionnées. Par ailleurs, les entreprises qui étaient en grandes difficultés financières ou économiques avant la crise ont eu significativement moins recours au PGE que la moyenne, ce qui suggère que des banques n'ont pas offert de PGE lorsque les taux de sinistralité anticipés étaient trop élevés.

L'impact du PGE sur le bilan des entreprises.

- Il est important d'évaluer dans quelle mesure le recours au PGE, tout en facilitant la survie des entreprises, est susceptible d'aboutir au surendettement des entreprises bénéficiaires, ce qui pourrait à moyen terme compromettre leurs capacités et incitations à investir lors de la reprise.
- Les entreprises qui ont eu recours au PGE voient leur endettement brut augmenter significativement plus que celles qui n'y ont pas eu recours, à la fois parmi les groupes cotés et les PME.
- Néanmoins, l'endettement net ne progresse pas et il diminue même particulièrement parmi les entreprises qui ne bénéficient pas de PGE. Il semblerait donc qu'en dépit de la crise et de la diminution des recettes, le recours au PGE ait été accompagné par suffisamment de dispositifs publics (fonds de solidarité, activité partielle) pour qu'il ne soit pas associé en moyenne à une forte hausse de la dette nette des bénéficiaires.
- L'investissement des entreprises a baissé nettement entre le dernier trimestre 2019 et le premier trimestre 2020. Cette diminution concerne les entreprises ayant recours au PGE comme celles n'y ayant pas eu recours. De la même façon le rebond au dernier trimestre 2020 a concerné l'ensemble des entreprises, bénéficiaires ou non du PGE.
- Si le déclin entre 2019T4 et 2020T1 est généralisé, on constate que les niveaux d'investissement pré-crise étaient élevés parmi les entreprises ayant eu recours au PGE et qu'elles font preuve de résilience au cours de l'année 2020.

Cela est d'autant plus vrai lorsque ces entreprises étaient initialement très rentables et qu'elles ont été peu affectées par la crise en termes de chiffre d'affaires.

La sinistralité et le coût des PGE

- Au moment de l'octroi des PGE au printemps 2020, la sinistralité moyenne anticipée était très élevée, au-delà de 10 %, si bien que le coût espéré des PGE était lui-même très élevé, autour de 9 % du montant prêté après prise en compte de la quotité inférieure à 100 % et des primes de garantie perçues.
- Suite à l'amélioration des perspectives macroéconomiques telles qu'enregistrées sur les marchés obligataires d'entreprises, la sinistralité des PGE et donc leur coût espéré ont très significativement diminué entre mars 2020 et mars 2021. Ainsi, à mi-mars 2021, nous évaluons le taux de sinistralité à environ 5 % pour l'enveloppe active de PGE et leur coût net à moins de 3 % du montant prêté.
- Du fait de l'uniformité des règles de quotité et de primes et de la forte hétérogénéité du risque de crédit entre entreprises, ces chiffres moyens cachent une très forte hétérogénéité du niveau de subvention offert aux bénéficiaires.
- Les évènements de faillite enregistrés entre mars 2020 et mars 2021 sont moitié moins fréquents parmi les bénéficiaires de PGE que parmi les non-bénéficiaires, y compris à l'intérieur d'un même secteur. La protection contre les faillites apparemment offerte par le PGE est particulièrement forte parmi les PME et TPE, sans qu'il soit possible de distinguer cet effet protecteur d'un effet de sélection des meilleurs emprunteurs par les banques attributrices.
- Compte tenu d'un taux de sinistralité réalisé de 0,3 % sur un an pour l'ensemble de l'enveloppe et de la perception concomitante de primes de garantie par l'État, les PGE n'ont pas engendré pour l'instant de significatifs flux

de trésorerie de l'État vers les banques.

SOMMAIRE

Synthèse des résultats	11
Introduction	15
1 Caractéristiques des entreprises bénéficiaires des PGE	19
1.1 Méthodologie et données utilisées	19
1.1.1 Données	19
1.1.2 Méthodologie	21
1.2 Les rôles du secteur et de la taille de l'entreprise dans la prise d'un PGE	23
1.3 L'impact de la fragilité financière préalablement à la crise	26
1.4 L'impact de l'exposition à la crise sanitaire	34
1.4.1 Recours selon la variation de chiffre d'affaires pendant la crise	35
1.4.2 Recours aux PGE et dimensions multiples d'exposition à la crise	41
2 Impact des PGE sur les bilans	45
2.1 Données utilisées	45
2.2 Impact des PGE sur la structure du bilan	47
2.2.1 Entreprises ayant déposé leurs comptes au RCS en 2020 . . .	47
2.2.2 Entreprises cotées	53
2.3 Endettement excessif des entreprises	56
2.3.1 Méthodologie.	56
2.3.2 Résultats.	57
2.4 Impact des PGE sur l'investissement	64
3 La sinistralité des PGE	71
3.1 Méthodologie et données utilisées	71
3.1.1 Données	71
3.1.2 Méthodologie	72
3.2 Le coût <i>ex ante</i> des prêts PGE	76

3.3 La sinistralité <i>ex post</i> des prêts PGE	78
Conclusion	85
Références	87
Liste des tableaux	89
Liste des figures	91

INTRODUCTION

Contexte de l'étude

Dans la plupart des économies avancées, les décideurs publics ont rapidement mis en place des dispositifs d'aide aux entreprises afin de les aider à combler le déficit d'activité lié au choc économique qui a suivi l'épidémie de COVID-19. Les programmes d'aides aux entreprises ont pris plusieurs formes : moratoire ou annulation des dettes sociales et fiscales, prêts à taux bonifiés, dispositif d'activité partielle. En France, le dispositif de prêts garantis a pris une ampleur considérable avec environ 130 milliards de prêts accordés jusqu'à août 2020 (contre 40 milliards en Allemagne et 55 milliards en Italie, au cours de la même période, voir Falagiarda et al., 2020). Le but de ce dispositif est de permettre aux entreprises de faire face à des situations d'illiquidité à court terme et d'éviter ainsi des faillites inefficaces.

Au-delà du choc initial, la persistance de la crise du fait des deuxième et troisième vagues oblige les entreprises à épuiser encore davantage leurs réserves de liquidités et de fonds propres. Cela est susceptible de mener à moyen terme à une vague durable de faillites d'entreprises. D'autre part, un certain nombre d'entreprises risquent de se retrouver dans une situation de "surendettement" (*debt overhang* en anglais). Les entreprises très endettées sont susceptibles de renoncer à des opportunités d'investissement même rentables en raison des pressions exercées afin de réduire massivement leur endettement—notamment en réduisant les

coûts et les effectifs.

Objectifs de l'étude

Dans ce contexte, le but de cette étude est de donner les éléments nécessaires pour prendre des décisions avisées quant au remboursement éventuel des PGE.

Dans un premier temps, afin d'établir le nombre d'entreprises bénéficiaires de PGE qui sont en situation d'insolvabilité et/ou d'illiquidité, il est nécessaire d'étudier le rôle joué par des fragilités préalables à la crise dans la participation au dispositif.

Il faut ensuite pouvoir quantifier les risques contraires d'une épargne de précaution excessive et d'une mise en insolvabilité qui pourraient être provoquées par la participation au PGE. Pour ce faire, nous étudierons les transformations du bilan à la suite de la crise à la fois dans sa structure, mais aussi dans sa dynamique via les comportements d'investissement.

Enfin, pour décider de l'opportunité d'une extension ou d'un amendement des PGE en cours, il faut bien avoir en tête leur coût budgétaire et notamment leur taux de sinistralité.

Plan du rapport

Chapitre 1 : Les caractéristiques des entreprises bénéficiaires des PGE

Ce chapitre propose une étude des déterminants de la participation des entreprises au dispositif PGE. Une grande partie y est dédiée à la méthodologie ainsi qu'aux données utilisées pour étudier la participation. Dans un second temps,

nous étudions le rôle joué par le secteur et la taille dans la participation au programme. Dans un dernier temps, nous mesurons l'impact de la santé financière avant et pendant la crise sur la décision de recours.

Chapitre 2 : L'impact des PGE sur le bilan des bénéficiaires

Ce chapitre décrit l'impact de la crise sanitaire sur le bilan des entreprises, en fonction de leur participation au programme PGE. Nous étudions l'impact des PGE sur l'évolution de la structure de bilan des entreprises, en s'intéressant en particulier aux éventuelles situations d'endettement excessif et à l'évolution concomitante des dettes et des liquidités. Enfin, nous décrivons l'évolution des décisions d'investissement suivant la décision de recourir aux PGE.

Chapitre 3 : La sinistralité des PGE

Ce chapitre étudie la sinistralité des prêts et leur coût budgétaire. Nous y estimons tout d'abord la sinistralité et le coût budgétaire anticipés concernant les engagements activés ou en passe d'être activés. Nous mesurons ensuite la fréquence des faillites sur l'année passée, leur distribution entre bénéficiaires et non-bénéficiaires de PGE, et le coût qu'elles impliquent pour le budget de l'État.

CHAPITRE 1

CARACTÉRISTIQUES DES ENTREPRISES

BÉNÉFICIAIRES DES PGE

Ce chapitre propose une étude des déterminants de la participation des entreprises au dispositif PGE. La partie 1.1. explicite la méthodologie ainsi que les données utilisées pour étudier la participation. La partie 1.2 rend compte de l'hétérogénéité de la participation au programme suivant la taille et le secteur. La partie 1.3 étudie le rôle joué par des facteurs de fragilité préalables à la crise sanitaire. La partie 1.4 étudie le rôle joué par l'exposition directe des entreprises à la crise sanitaire.

1.1 Méthodologie et données utilisées

1.1.1 Données

Le fichier de gestion des PGE de Bpifrance. Bpifrance a permis l'accès, via le Centre d'accès sécurisé aux données (CASD), à son fichier de gestion des PGE. Celui-ci est mis à jour régulièrement et contient l'ensemble des demandes de prêts au titre du programme PGE, à l'exclusion de celles réalisées par les plus grandes entreprises et faisant l'objet d'un arrêté du ministère de l'économie. Ce fichier de

gestion contient ainsi plus de 683,000 enregistrements de prêts validés au 31 décembre 2020 par plus de 608,000 unités légales distinctes. Ces prêts sont observés au niveau entreprise demandeuse × banque prêteuse, et contiennent, outre les identifiants de ces deux entités, les dates de demande et d'accord ainsi que les montants pré-accordés et effectivement versés au titre du prêt. Nous disposons également des informations d'effectif et de chiffre d'affaires permettant de calculer le montant de la garantie d'État.

Les arrêtés du ministère de l'économie. Pour les entreprises employant au moins 5,000 salariés ou réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 1,5 milliard d'euros en France, la demande de PGE fait l'objet d'une procédure spécifique. La demande doit être réalisée directement à la direction générale du Trésor pour obtenir la garantie de l'État. Afin de compléter les données Bpifrance, nous ajoutons manuellement les accords de prêts aux grandes entreprises parus au Journal Officiel.

Les liasses fiscales détaillées. Afin de disposer de données détaillées sur la situation comptable des entreprises pré-crise, nous utilisons les données des liasses fiscales (source BIC-IS, DGFIP) mises à disposition sur le CASD. Ce jeu de données contient, pour tous les exercices fiscaux cloturés jusqu'en 2019, l'ensemble de la comptabilité des entreprises déposée pour le calcul de l'impôt sur les sociétés via le formulaire n°2050. Ces données nous sont particulièrement utiles pour construire des variables de fragilité financière, de rentabilité ou d'investissement antérieures au déclenchement de la crise. Pour avoir accès à des informations suffisamment détaillées sur l'actif et le passif des entreprises, nous limitons notre analyse aux entreprises qui optent pour le régime de déclaration détaillée, dit "régime réel normal", soit plus de 880,000 unités légales non-financières.

Les données de groupes. Nous utilisons deux sources de données sur les groupes afin de consolider les demandes au niveau de la tête de groupe. Nous utilisons en

premier lieu l'information contenue dans la source Lifi (Insee et DGFIP), donnant pour chaque unité légale la tête de groupe en ayant le contrôle. Nous complétons ces informations à l'aide des données PERIM (DGFIP) contenant les informations sur les groupes fiscaux, et privilégions l'information groupe fiscal pour définir la tête de groupe si le groupe fiscal auquel appartient l'entreprise a changé depuis 2017.

Les données de TVA. Afin de mesurer l'exposition de chaque entreprise aux conséquences de la crise sanitaire, nous utilisons la source TVA (DGFIP), qui enregistre les déclarations mensuelles de chiffre d'affaires permettant de calculer les déductions et restitutions de TVA. Cette source permet ainsi de suivre les ventes mensuelles de chaque entreprise en 2019 et en 2020, et donc de produire des mesures reflétant l'exposition à la crise.

Les données de chômage partiel. Pour compléter les informations données par la source TVA sur l'activité des entreprises durant le premier confinement du printemps 2020, nous utilisons aussi le fichier SINAPSE produit par la DARES qui nous permet d'enregistrer la fréquence d'usage du dispositif d'activité partielle et ainsi d'infirmer ou de confirmer l'arrêt de l'activité des entreprises.

1.1.2 Méthodologie

Les différents niveaux de participation au dispositif PGE Nous mesurons le recours aux PGE au niveau du groupe économique. Pour ce faire, nous agrégeons l'ensemble des prêts au niveau de chaque tête de groupe. Nous définissons la taille et le secteur des entreprises comme étant ceux de leur groupe et excluons les groupes appartenant au secteur financier.¹

Notre échantillon inclut donc plus de 212,000 groupes bénéficiaires, ayant reçu

1. Le secteur étant défini comme l'activité principale de l'unité légale ayant la masse salariale la plus importante dans le groupe.

109 milliards d'euros de PGE jusqu'au 31 décembre 2020, ce qui représente 84% du volume de PGE accordés jusqu'à cette date et 43% des unités légales bénéficiaires. Les PGE non couverts par notre échantillon incluent principalement les entreprises financières ainsi que les entreprises avec un chiffre d'affaires suffisamment faible pour ne pas avoir à remplir une liasse fiscale détaillée.

Nous construisons également une variable permettant de repérer si l'entreprise a demandé le montant maximal autorisé de PGE. Celui-ci s'élève en effet à 25 % du chiffre d'affaires 2019, sauf pour les entreprises en création ou innovantes pour lesquelles ce montant peut correspondre à deux années de masse salariale. Cette variable indique donc si les entreprises ont été contraintes ou non par ce plafond dans leur recours au dispositif.

Pour les PGE attribués par arrêté, qui sont très peu nombreux mais représentent des montants très élevés, nous ne disposons pas de l'information sur le chiffre d'affaires le plus récent des bénéficiaires. Comme ces PGE ont par ailleurs fait l'objet d'un processus de négociation bien plus formalisé, nous faisons l'hypothèse que ces PGE ont été rationnés. Il faut donc lire nos résultats sur les PGE dits "plafonnés" offerts aux grandes entreprises avec cette définition élargie en tête. Ainsi, dans notre échantillon les PGE plafonnés au titre du chiffre d'affaires représentent 18,6% de l'ensemble des PGE analysés et 16% de l'enveloppe de PGE totale, alors que les PGE dits "plafonnés" au titre de la procédure de distribution par arrêté représentent 0,01% de l'ensemble des PGE analysés mais 15% de l'enveloppe totale.

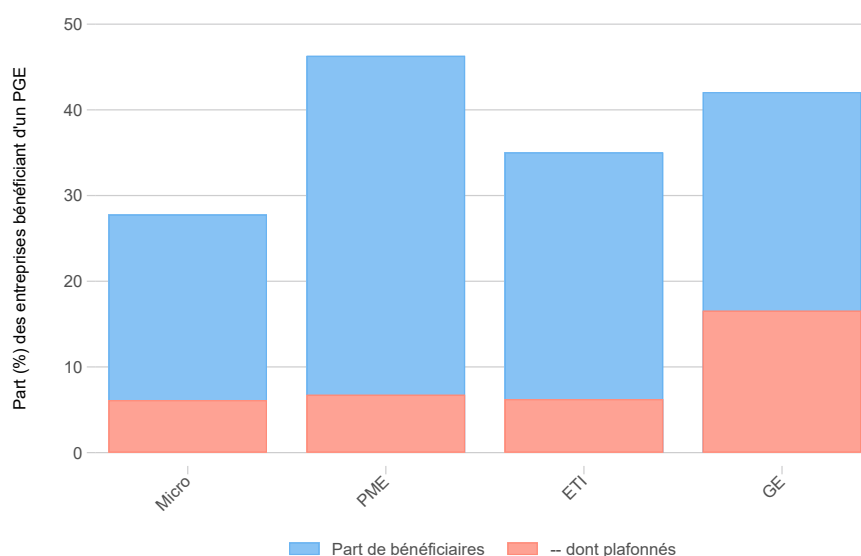
Découpage de la population des firmes en déciles de la population. Outre la représentation du recours au dispositif sur des variables catégorielles comme la taille (Micro, PME, ETI, grandes entreprises) ou le secteur (NAF A17), nous souhaitons également analyser la part de bénéficiaires sur des dimensions continues (par exemple la santé financière). Dans ce dernier cas, nous découpons la popula-

tion d'entreprises selon les déciles de la variable étudiée. Chacune des dix parties de la population des entreprises contient donc le même nombre d'entreprises mais celles-ci sont classées par niveau croissant de la variable d'intérêt.

1.2 Les rôles du secteur et de la taille de l'entreprise dans la prise d'un PGE

Nous commençons par décrire la fréquence de participation au dispositif PGE dans notre échantillon suivant la taille et suivant le secteur.

FIGURE 1.1 – Part de bénéficiaires par taille



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. La taille prise en compte est celle de la plus grande unité légale au sein du groupe économique d'appartenance. Les critères de taille pour une unité légale sont ceux de l'INSEE.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

La figure 1.1 présente la répartition du recours au dispositif PGE par catégorie de taille d'entreprise (définie au niveau groupe). On constate que le recours atteint des proportions des entreprises assez comparables entre les groupes : il os-

cille entre 30 % pour les micro-entreprises et plus de 45 % pour les PME. Ces parts frappent en revanche par leur niveau très élevé : à titre de comparaison, le programme similaire mis en place suite à la crise financière de 2008 avait bénéficié à un nombre d'entreprises environ 30 fois inférieur pour des montants de garanties près de 25 fois inférieurs ; sur les seules PME et micro-entreprises, qui étaient davantage la cible du plan de relance de 2009, le taux de participation n'était alors que de 4% d'après Barrot et al. (2019), soit un taux de participation dix fois moins important que pour le dispositif PGE. La part d'entreprises qui prennent un PGE jusqu'au plafond autorisé est similaire pour les trois premières catégories d'entreprises et se situe autour de 6%. La part d'entreprises dites plafonnées parmi les grandes entreprises est bien plus élevée (autour de 17%) car nous incluons dans ce groupe celles qui ont reçu un PGE par arrêté plutôt que via bpifrance.

Dans la table 1.1, nous présentons les caractéristiques de taille et d'âge des bénéficiaires de PGE suivant le trimestre de demande au cours de l'année 2020. Environ 88% de l'enveloppe pour 2020 a été distribuée au deuxième trimestre, représentant 84% des bénéficiaires. Le succès du PGE s'est donc très largement construit au printemps 2020, autour du premier confinement. On ne note pas de différence d'âge significative mais les entreprises qui ont bénéficié de PGE au deuxième semestre 2020 plutôt qu'au deuxième trimestre sont bien plus petites, d'environ 50% concernant le chiffre d'affaires, 43% concernant la valeur ajoutée et de 30% concernant les effectifs. Les entreprises ayant contracté un PGE au dernier trimestre 2020 sont aussi légèrement moins endettées et plus rentables, ce qui peut être en partie l'effet de leur plus petite taille.

La figure 1.2 présente quant à elle la part des entreprises dans chaque secteur NAF A17 bénéficiant d'un PGE. Cette répartition sectorielle révèle une très grande hétérogénéité du recours aux PGE, qui témoigne de très grandes différences d'exposition aux conséquences de la crise sanitaire. L'hôtellerie-restauration a ainsi le plus fort taux de recours avec près de 60 % des entreprises bénéficiant d'un PGE,

TABLEAU 1.1 – Évolution des caractéristiques des demandeurs de PGE par trimestre 2020

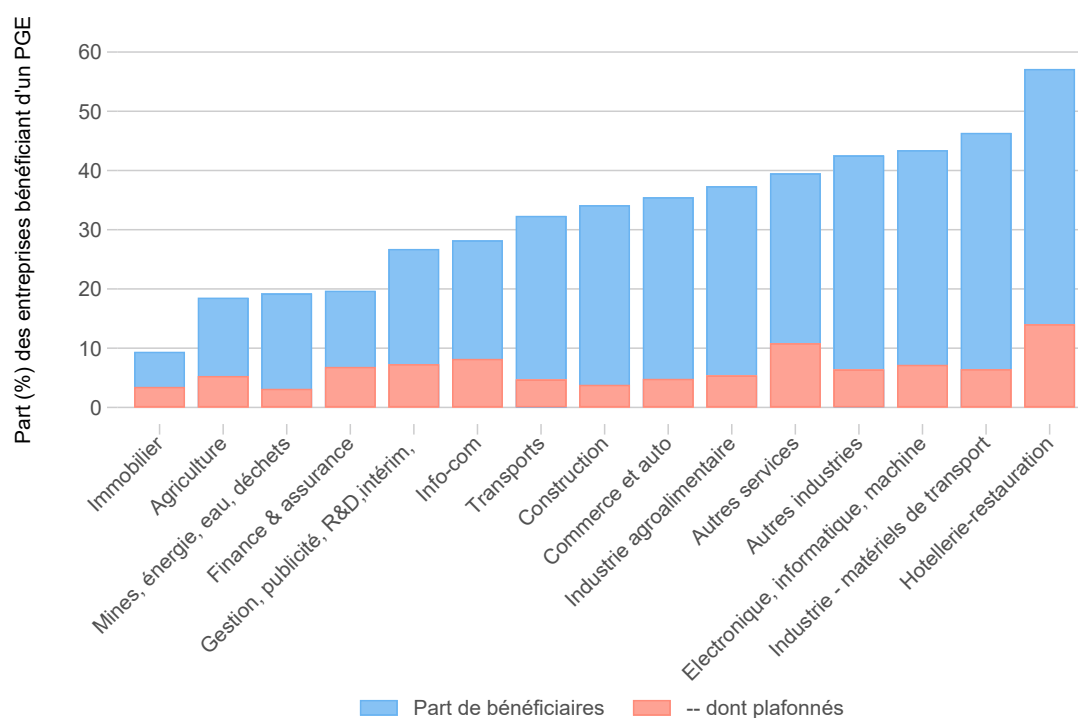
		2e trimestre	3e trimestre	4e trimestre
Âge	moyenne	17.3	17.1	16.9
	médiane	14	14	14
	3e quartile	24	24	23
Effectifs	moyenne	38.0	28.5	25.0
	médiane	7	6	6
	3e quartile	14	13	11
Chiffre d'affaires (k€)	moyenne	10816	6289	4602
	médiane	897	818	719
	3e quartile	2115	2004	1673
Valeur ajoutée (k€)	moyenne	2645	1585	1426
	médiane	335	309	286
	3e quartile	752	726	631
Endettement	moyenne	33.2 %	32.3 %	30.2 %
	médiane	22.0 %	18.7 %	17.6 %
	3e quartile	44.3 %	42.1 %	40.3 %
Rentabilité	moyenne	7.1 %	7.5 %	8.4 %
	médiane	6.0 %	6.1 %	6.9 %
	3e quartile	12.0 %	13.0 %	14.0 %
Part des demandeurs		84.3 %	9.1 %	6.5 %
Part des montants alloués		88.4 %	7.8 %	3.7 %

NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. La date de demande correspond à la première demande validée pour l'une des unités légales du groupe économique considéré. Les caractéristiques sont consolidées au niveau du groupe et mesurées à la fin de l'exercice comptable 2019. L'endettement est le ratio des dettes financières sur la somme des immobilisations et de l'actif circulant net. La rentabilité est le ratio de l'excédent brut d'exploitation (EBE) du groupe sur l'actif total.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

suivie par l'industrie des matériels de transport et d'autres secteurs industriels. À l'inverse, des secteurs incluant l'immobilier, la finance et les assurances, ou la gestion et la publicité présentent des taux de recours souvent inférieurs à 20 %, ce qui reflète leur plus faible exposition aux restrictions mises en place face à la crise sanitaire.

FIGURE 1.2 – Part de bénéficiaires par secteur A17



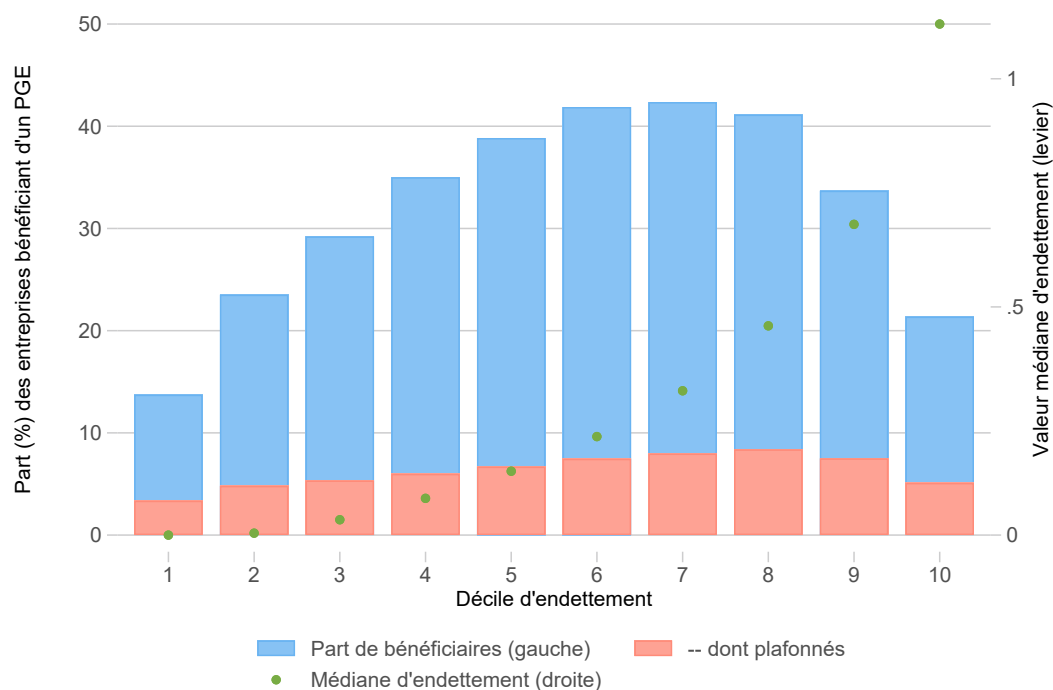
NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. Le secteur pris en compte est celui de la plus grande unité légale au sein du groupe économique d'appartenance. SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

1.3 L'impact de la fragilité financière préalablement à la crise

Nous décrivons maintenant la fréquence de participation au dispositif PGE suivant des variables de santé financière et économique propres à chaque entreprise de notre échantillon.

La figure 1.3 présente la part des entreprises bénéficiaires d'un PGE selon le levier de l'entreprise, c'est à dire l'endettement financier rapporté à la somme des immobilisations et de l'actif circulant net. Les premiers déciles (gauche du graphique) avaient le taux d'endettement le plus faible avant crise et étaient donc en

FIGURE 1.3 – Part de bénéficiaires par décile d’endettement

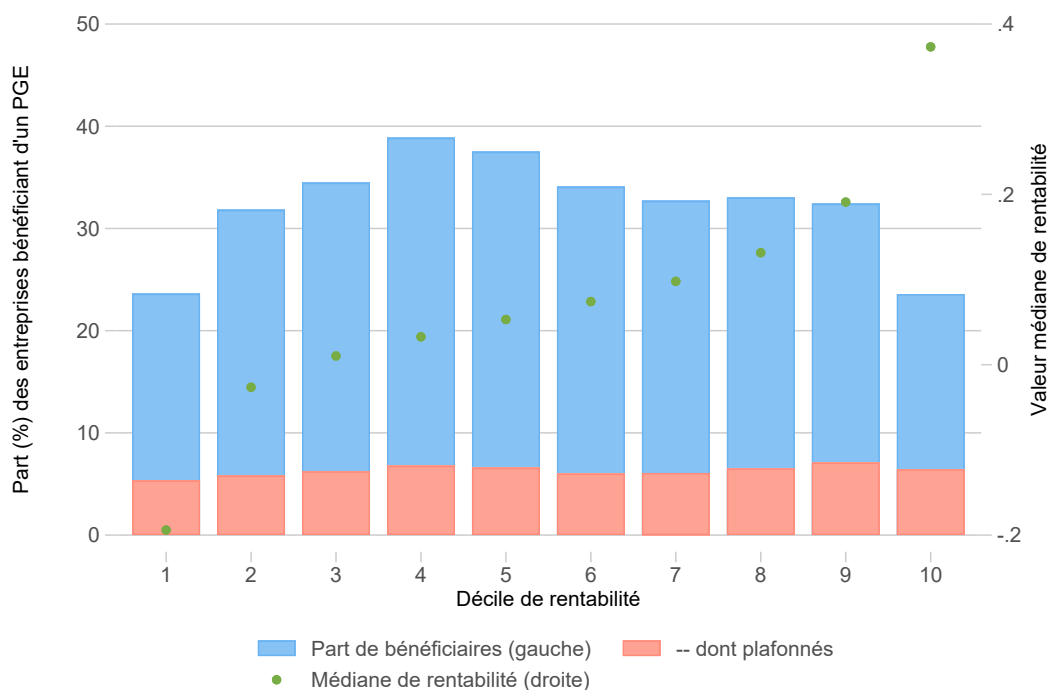


NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l’année 2019. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l’attribution du PGE s’est faite par un arrêté du ministre de l’économie et des finances. L’endettement est le ratio des dettes financières du groupe sur la somme des immobilisations et de l’actif circulant net du groupe. Il est mesuré à la fin de l’exercice comptable 2019.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

bonne santé financière avant la crise. Les déciles élevés représentent quant à eux un endettement très important, signe d’une santé financière fragile. On observe que les taux de recours aux PGE les plus élevés se trouvent dans les déciles intermédiaires d’endettement, tandis que les déciles reflétant un endettement très faible ou très élevé ont des taux de recours plus faibles. Ceci suggère que les entreprises les plus mal en point n’ont pas eu recours aux PGE, potentiellement parce que les chances d’obtenir un prêt bancaire étaient trop faibles, même avec une garantie d’État. Les entreprises en meilleure santé financière ont également eu moins recours au dispositif, probablement parce que leur santé financière ne nécessitait pas d’emprunter.

FIGURE 1.4 – Part de bénéficiaires par décile de rentabilité



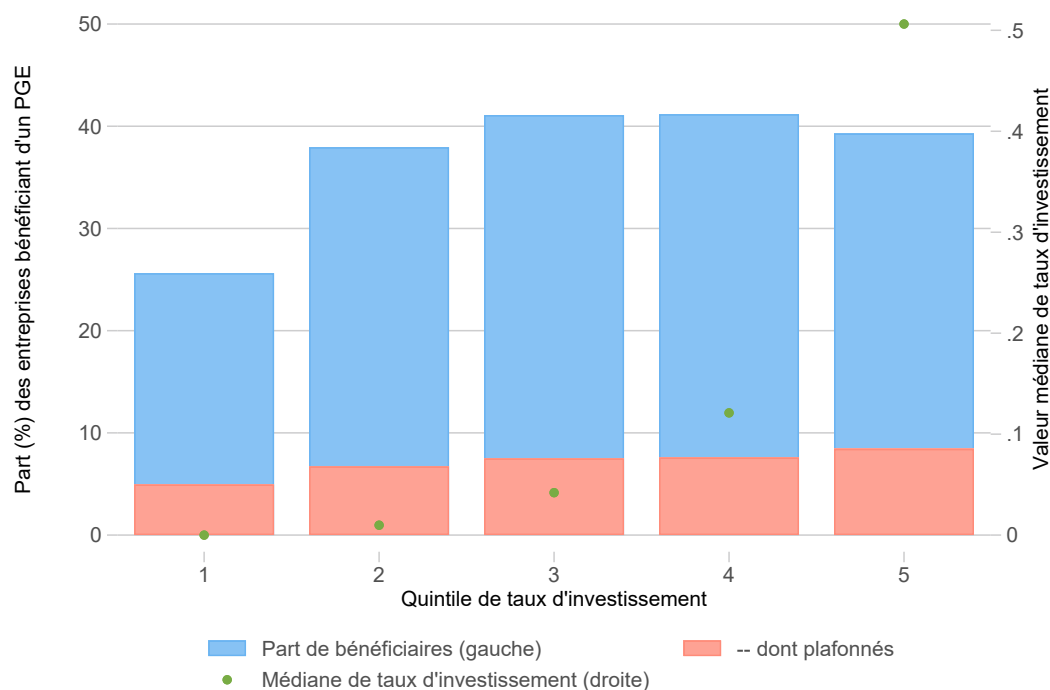
NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. La rentabilité est le ratio de l'excédent brut d'exploitation (EBE) du groupe sur l'actif total du groupe. Elle est mesurée à la fin de l'exercice comptable 2019.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

La figure 1.4 présente la part des entreprises bénéficiaires par décile de rentabilité, calculée comme l'EBE rapporté au bilan. Elle montre un motif de participation similaire à celui observé sur la dimension de l'endettement : les taux de recours les plus faibles s'observent à la fois chez les entreprises les plus rentables et les moins rentables, tandis que les taux les plus élevés se retrouvent entre ces deux extrêmes.

Enfin, la figure 1.5 présente le taux de recours par quintile de taux d'investissement, calculé comme le taux de variation des immobilisations corporelles sur l'exercice. On observe une relation croissante entre recours aux PGE et investissement, avec un taux de recours particulièrement bas pour les entreprises investissant le moins. Ce dernier résultat semble indiquer que le PGE a été beaucoup uti-

FIGURE 1.5 – Part de bénéficiaires par décile de taux d’investissement



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l’année 2019. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l’attribution du PGE s’est faite par un arrêté du ministre de l’économie et des finances. Le taux d’investissement est le taux de croissance des immobilisations corporelles du groupe. Il est mesuré à la fin de l’exercice comptable 2019.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

lisé pour payer les charges d’investissement absolument nécessaires à la poursuite de l’activité, tandis que les dépenses courantes des entreprises ont le plus souvent été prises en charge par les autorités publiques par d’autres moyens durant la crise sanitaire : chômage partiel, fonds de solidarité, etc.

Focus sur le secteur de l’hôtellerie-restauration. La figure 1.6 représente comme précédemment les taux de recours aux PGE selon le quantile de taux d’endettement, de rentabilité et d’investissement, mais en se focalisant sur les entreprises appartenant au secteur de l’hôtellerie-restauration dans la nomenclature NAF A17. On observe sur l’ensemble des graphiques un niveau du recours plus élevé, qui

est la conséquence naturelle du taux de recours très élevé pour ce secteur montré dans la figure ?? . L'analyse de ce secteur confirme les principales conclusions tirées de l'analyse de la population générale des entreprises : les taux de recours les plus élevés se situent généralement dans les déciles centraux de la distribution de l'endettement et de la rentabilité, tandis que les déciles extrêmes ont des taux de recours plus faibles. De même, les entreprises ayant des taux d'investissement pré-crise plus élevés tendent à recourir plus fréquemment aux PGE. Une autre observation tirée de ces graphiques est la part très importante des entreprises bénéficiant du dispositif mais étant contraintes par le plafond de prêt. Cette part suit le même motif que le taux de recours total, et est maximale dans les déciles centraux d'endettement et rentabilité, avec un niveau proche de 20 %, soit plus du tiers des bénéficiaires de ces déciles. De manière analogue, la part des entreprises contraintes par le plafond de prêt est plus élevée dans le quintile des entreprises investissant le plus.

Focus sur l'industrie des matériels de transport La figure 1.7 représente ici pour le secteur A17 de l'industrie des matériels de transport les taux de recours aux PGE selon le quantile respectivement de taux d'endettement, de rentabilité et d'investissement.

On observe à nouveau une image assez similaire à l'image du recours tous secteurs confondus selon les dimensions représentées, avec un pic de taux de recours dans les déciles centraux, et une relation croissante entre recours et investissement. La part des demandeurs contraints par le plafond de prêt est cependant distribuée différemment de l'hôtellerie-restauration. Celle-ci est en effet nettement plus élevée dans les déciles d'entreprises ayant un fort endettement.

Focus sur les micro-entreprises Nous présentons ici le taux de recours aux PGE représenté selon les mêmes dimensions que précédemment mais en se concentrant cette fois sur les micro-entreprises, c'est-à-dire les entreprises employant moins de

FIGURE 1.6 – Part de bénéficiaires parmi les entreprises du secteur de l’hôtellerie-restauration



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l’année 2019. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l’attribution du PGE s’est faite par un arrêté du ministre de l’économie et des finances.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

10 personnes et dont le chiffre d’affaires ou le bilan n’excède pas 2 millions d’euros.

On observe encore une fois pour cette catégorie d’entreprises des taux de recours plus élevés pour les déciles centraux d’endettement et rentabilité, et une relation croissante du recours avec l’investissement. La part des entreprises contraintes par le plafond de prêt est relativement faible et est distribuée de manière assez similaire à la population générale.

FIGURE 1.7 – Part de bénéficiaires parmi les entreprises du secteur de l’industrie des matériels de transport



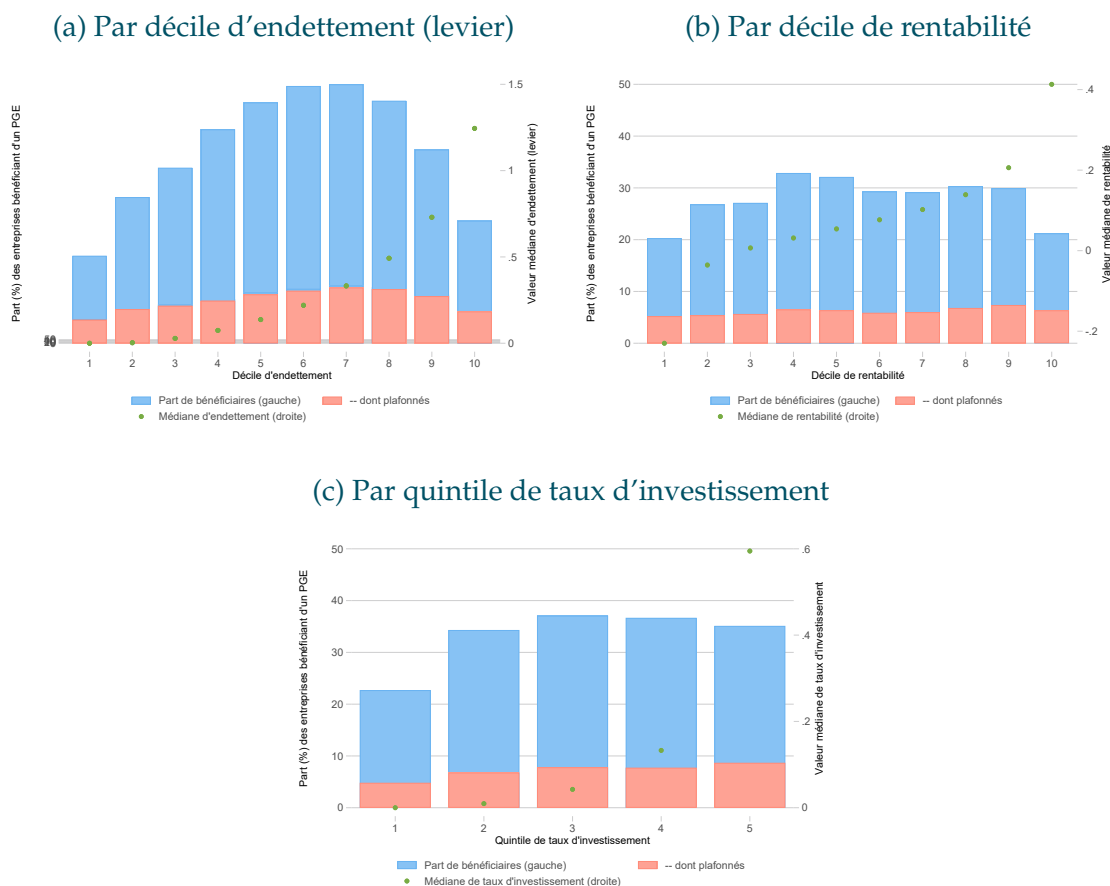
NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l’année 2019. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l’attribution du PGE s’est faite par un arrêté du ministre de l’économie et des finances.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

Focus sur les grandes entreprises De manière symétrique aux micro-entreprises, nous présentons ici le taux de recours aux PGE en se concentrant sur les grandes entreprises, c’est-à-dire les entreprises employant au moins 5000 personnes, ou dont le chiffre d’affaires dépasse 1,5 milliard d’euros et le bilan excède 2 milliards d’euros.

Les taux de recours dans cette catégorie sont spectaculairement élevés pour

FIGURE 1.8 – Part de bénéficiaires parmi les micro-entreprises

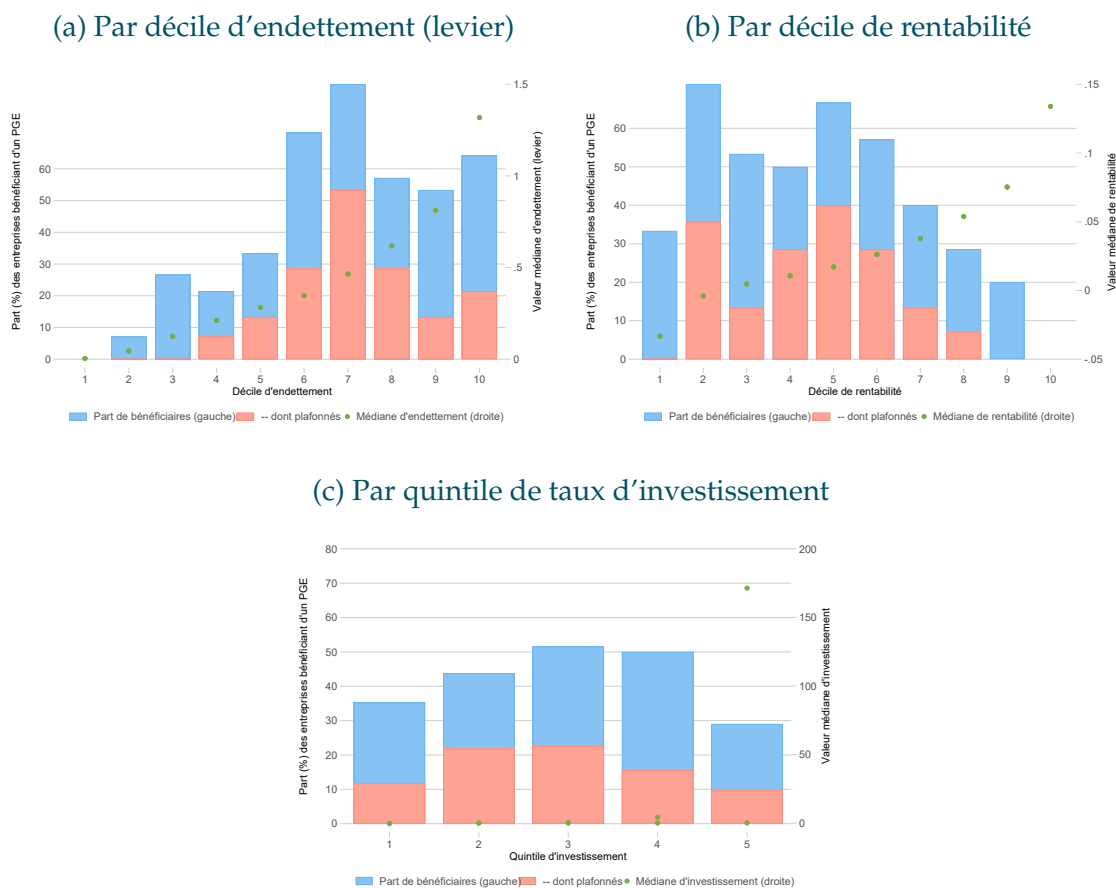


NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

les entreprises qui présentaient le plus de difficultés avant le déclenchement de la crise : on observe des taux de recours supérieurs à 50 % pour les déciles d'endettement les plus élevés ou les déciles de rentabilité les plus faibles. Ceci s'associe à une part des entreprises empruntant jusqu'au plafond qui atteint parfois 30 % et qui se concentre sur ces entreprises qui étaient initialement les plus fragiles. On ne trouve pas en revanche parmi ces entreprises de relation claire entre niveau d'investissement initial et participation aux PGE.

FIGURE 1.9 – Part de bénéficiaires parmi les grandes entreprises



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

1.4 L'impact de l'exposition à la crise sanitaire

Dans cette section, nous utilisons les données mensuelles de TVA des entreprises pour construire une mesure d'exposition aux restrictions prises dans la première phase de la crise sanitaire (mars – juin 2020). Nous construisons cette mesure d'exposition comme le taux de croissance du chiffre d'affaire des mois de mars à juin 2020 par rapport au chiffre d'affaires de ces mêmes mois en 2019. Pour prendre

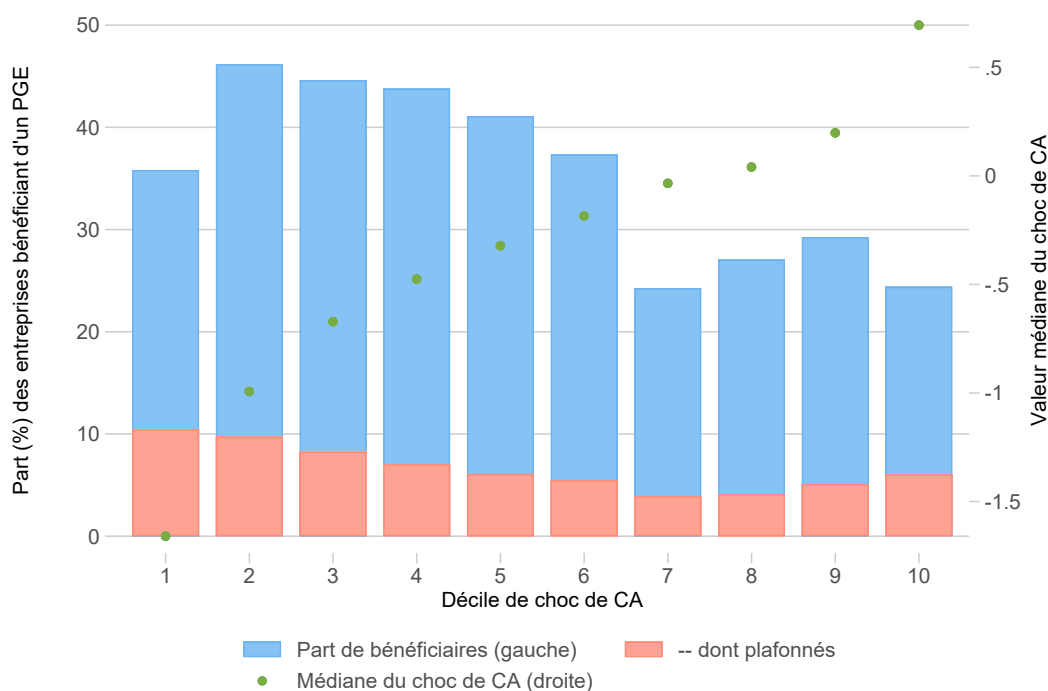
en compte les valeurs de chiffre d'affaires nulles nous utilisons le taux de croissance proposé par Davis et al. (1996), qui est compris entre 2 et -2 mais s'interprète comme un taux de croissance arithmétique pour des valeurs proches de 0. Afin de corriger pour une éventuelle croissance ou chute tendancielle du chiffre d'affaires des entreprises, nous soustrayons à cette mesure le taux de croissance des quatre derniers mois avant la crise (novembre 2019 à février 2020) par rapport au chiffre d'affaires de ces mêmes mois l'année précédente (novembre 2018 à février 2019). Cette variable de choc ajustée mesure ainsi l'exposition à la première phase de la crise sanitaire : un choc très négatif signifie que les ventes de l'entreprise ont beaucoup baissé tandis qu'un choc proche de 0 (voire potentiellement supérieur à 0) signifie qu'elles ont peu baissé ou augmenté.

1.4.1 Recours selon la variation de chiffre d'affaires pendant la crise

La figure 1.10 présente la part des entreprises ayant eu recours à un PGE en découpant la population des entreprises selon les déciles de la variable d'exposition à la crise sur la période mars-juin 2020 décrite dans le paragraphe précédent. Les entreprises situées à l'extrême gauche du graphique sont celles ayant subi le plus fort choc sur leurs ventes et bénéficient légèrement moins du dispositif que des entreprises ayant subi une chute de leur activité un peu plus contenue. Ce recours contenu des entreprises ayant le plus souffert peut s'expliquer par le refus des banques de leur prêter. Il peut toutefois aussi provenir d'entreprises ne recevant pas de factures régulièrement tout en gardant un niveau d'activité régulier. Les déciles 2 à 5 montrent en revanche un taux de recours supérieur à 40 %, soit plus de 20 points supérieur à celui observé dans les déciles 8 à 10 contenant les entreprises n'ayant pas ou peu souffert de la crise.

La figure 1.11 présente la part du montant total de PGE reçue par chacun des

FIGURE 1.10 – Part de bénéficiaires par décile de choc sur le chiffre d'affaires (mars-juin 2020)

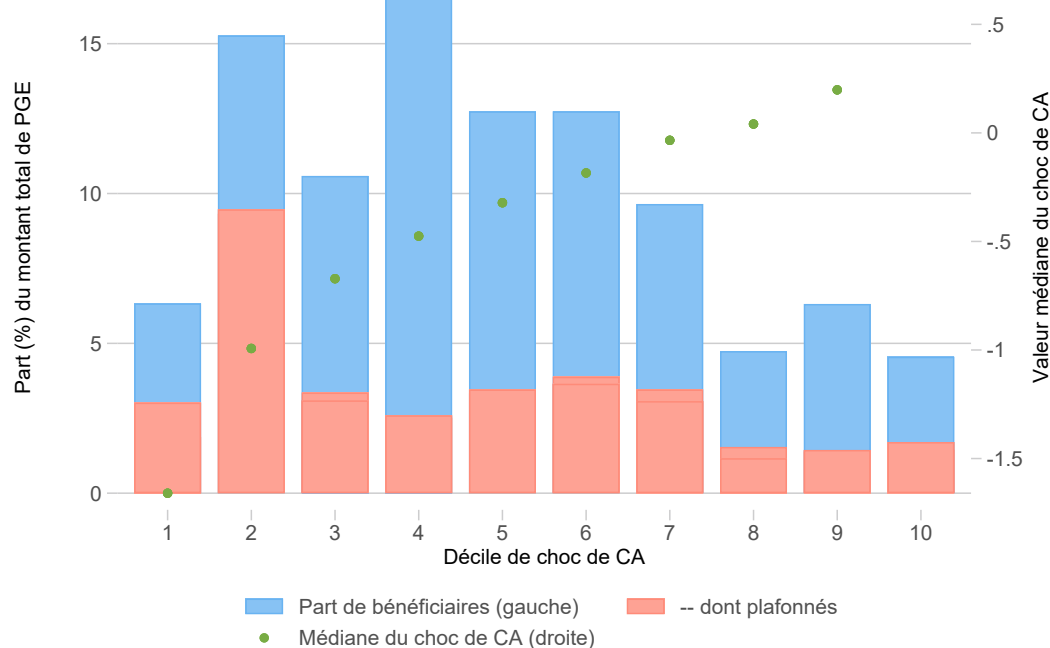


NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. Le choc de CA est le taux de croissance du chiffre d'affaires du groupe entre la période mars-juin 2020 et la période mars-juin 2019, auquel on soustrait le taux de croissance entre les périodes novembre 2019-février 2020 et novembre 2018-février 2019.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

déciles de variation de chiffre d'affaires. On observe que les déciles dont la part d'entreprises bénéficiaires de PGE est la plus élevée représentent une part du montant total encore plus élevée, avec près de la moitié du total des prêts concentré dans les déciles 2 à 4. On observe également que la part des entreprises ayant emprunté le maximum permis est très élevée dans les déciles les plus affectés et notamment le décile 2, impliquant que les emprunts jusqu'au plafond de ce décile représentent 10 % du montant total.

FIGURE 1.11 – Part du montant total de PGE par décile de variation de chiffre d'affaires (mars-juin 2020)



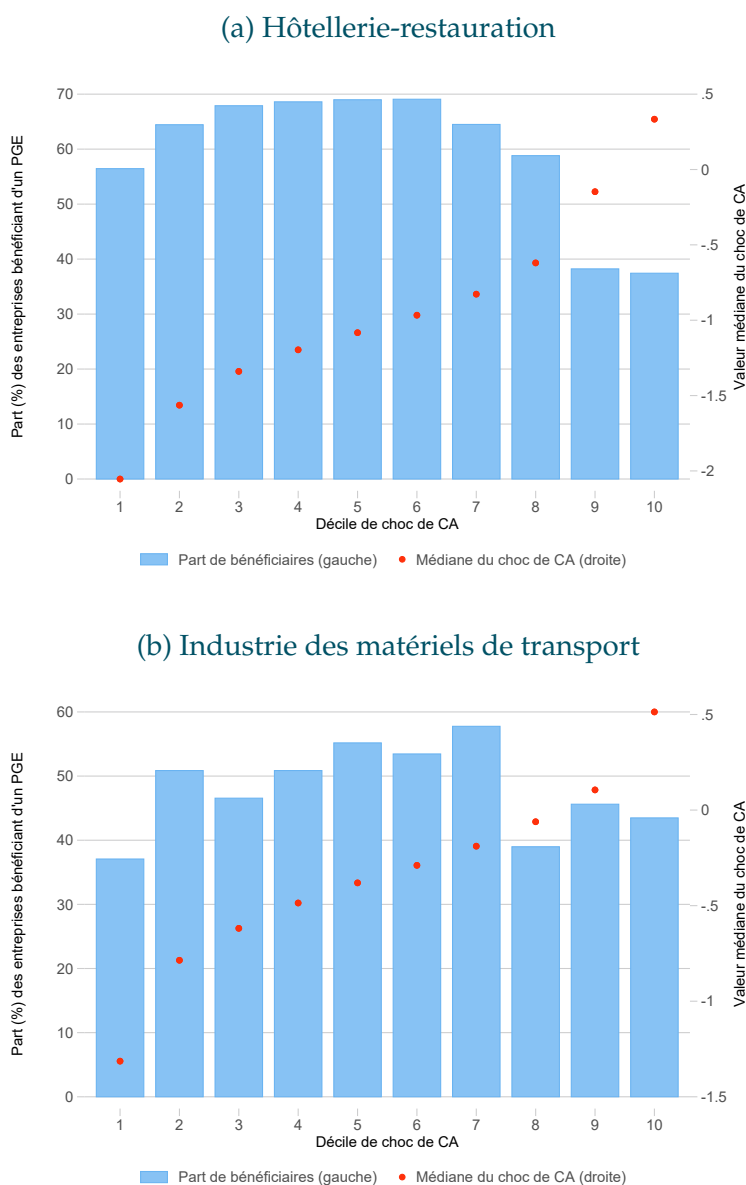
NOTE : La part du montant total est la part du montant de PGE accordés aux entreprises situées dans l'intervalle d'intérêt dans le montant total de PGE accordés à des entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. Le choc de CA est le taux de croissance du chiffre d'affaires du groupe entre la période mars-juin 2020 et la période mars-juin 2019, auquel on soustrait le taux de croissance entre les périodes novembre 2019-février 2020 et novembre 2018-février 2019.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

Focus sur les secteurs les plus touchés La figure 1.12 reproduit l'exercice réalisé dans la figure 1.10 d'analyse du recours selon le décile de variation de chiffre d'affaires, en se concentrant sur les deux secteurs les plus touchés (Hôtellerie-restauration et industrie des matériels de transport).

On observe dans la figure 1.12a que les entreprises du secteur de l'hôtellerie-restauration ont toutes des taux de recours très élevés, dépassant 60 % en moyenne entre les déciles 2 et 8. On observe un résultat similaire mais avec des taux de recours légèrement plus faibles pour l'industrie des matériels de transport, avec

FIGURE 1.12 – Recours aux PGE selon l’exposition au choc de chiffre d’affaires dans les secteurs les plus touchés



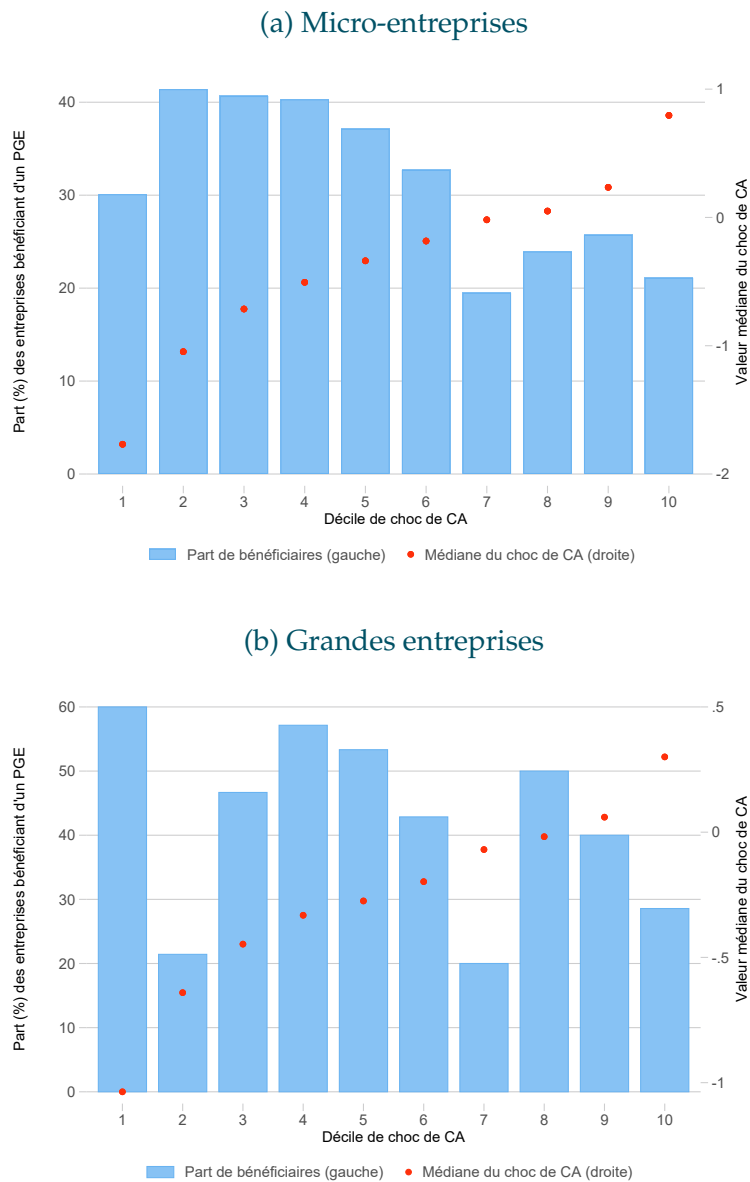
NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l’année 2019.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

des taux plus faibles pour les déciles extrêmes et des moyennes supérieures à 45 % pour les déciles 2 à 7.

Focus sur les micro-entreprises et grandes entreprises La figure 1.13 montre le taux de recours aux PGE selon le décile d'exposition à la crise sanitaire dans la sous-population des micro-entreprises et des grandes entreprises. On observe dans le panneau a un taux plus élevé pour les entreprises ayant subi une forte baisse de chiffre d'affaires. Le panneau b présente une analyse similaire sur la sous-population des grandes entreprises, qui doit être interprétée avec prudence compte tenu du petit échantillon utilisé. On observe cette fois des taux de recours proches de 50 % jusqu'au décile 8 de choc, dont la médiane de variation de chiffre d'affaires est proche de 0. On observe néanmoins des taux plus faibles pour les entreprises appartenant aux déciles 9 et 10, c'est-à-dire les groupes ayant progressé au cours de la période.

FIGURE 1.13 – Recours aux PGE selon l’exposition au choc de chiffre d’affaires parmi les micro-entreprises et les grandes entreprises



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l’année 2019.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

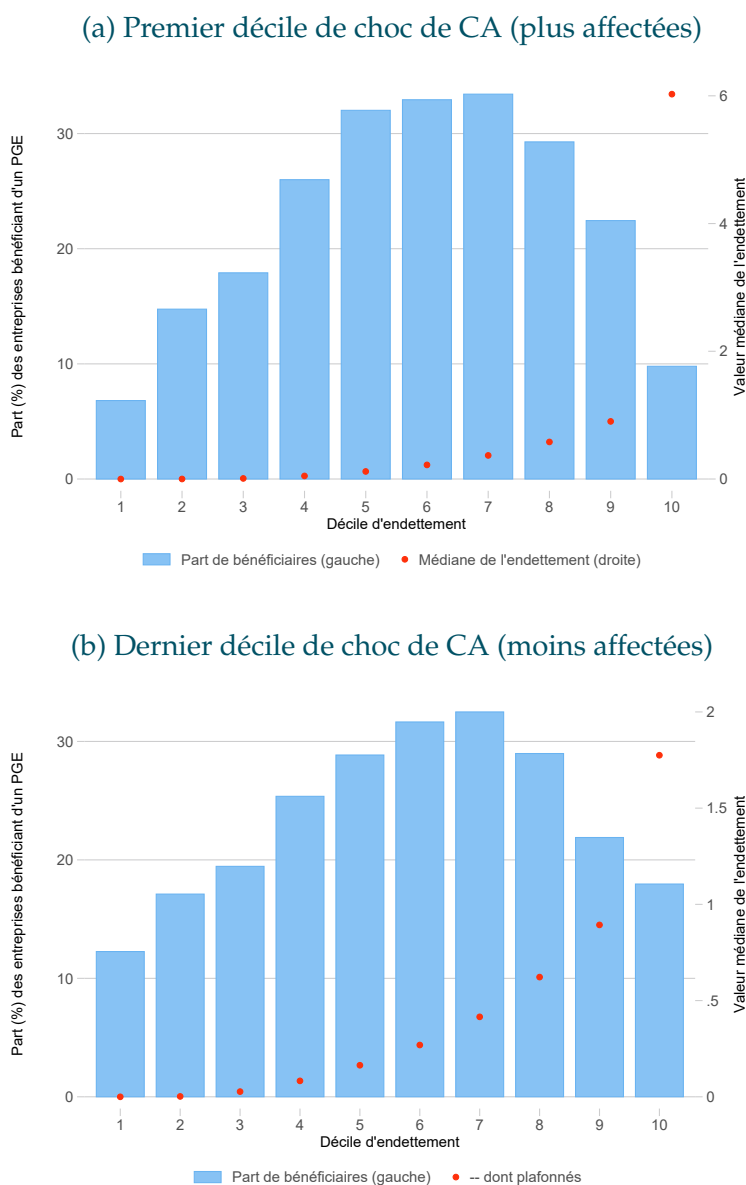
1.4.2 Recours aux PGE et dimensions multiples d'exposition à la crise

Le dernier exercice mené dans ce chapitre consiste à se focaliser sur la sous-population des entreprises soit les plus affectées en termes de chiffre d'affaires (premier décile de notre mesure d'exposition) soit les moins affectées (dernier décile), et d'analyser leur taux de recours aux PGE sur une autre dimension d'exposition, afin de comprendre si leur faible taux de recours provient d'une hétérogénéité forte selon un déterminant autre que l'exposition à la crise sanitaire.

La figure 1.14 présente ainsi le recours aux PGE selon des déciles d'endettement (levier) des entreprises pré-crise, parmi la sous-population des entreprises les plus affectées en termes de chiffre d'affaires (premier décile de choc, panneau a), ou les moins affectées (dernier décile de choc, panneau b). On observe dans cette figure une relation avec le niveau d'endettement très similaire à celle mise en évidence dans la figure 1.3 pour la population générale des entreprises. Le recours est croissant avec l'endettement, puis faiblit pour les trois déciles les plus endettés, ce qui suggère à nouveau un accès plus difficile au crédit pour ces entreprises malgré la garantie d'État.

La figure 1.15 propose une analyse similaire en triant cette fois les entreprises par la part des salariés ayant été maintenus en emploi durant la première phase de la crise sanitaire (c'est-à-dire la part de la main d'œuvre n'ayant pas bénéficié du chômage partiel). Si de nombreuses entreprises ont maintenu l'intégralité de leurs salariés en emploi, couvrant ainsi plusieurs déciles, on observe néanmoins une différence très importante de taux de recours entre les entreprises ayant maintenu intégralement leur emploi et celles ayant dû avoir recours à l'activité partielle. En d'autres termes, on observe une corrélation très importante entre activité partielle et PGE, en particulier au sein du décile des entreprises ayant subi la plus forte baisse de CA, pour lesquelles les trois premiers déciles de maintien de l'emploi

FIGURE 1.14 – Recours aux PGE selon l’endettement initial, au sein des déciles extrêmes de variation de chiffre d’affaires



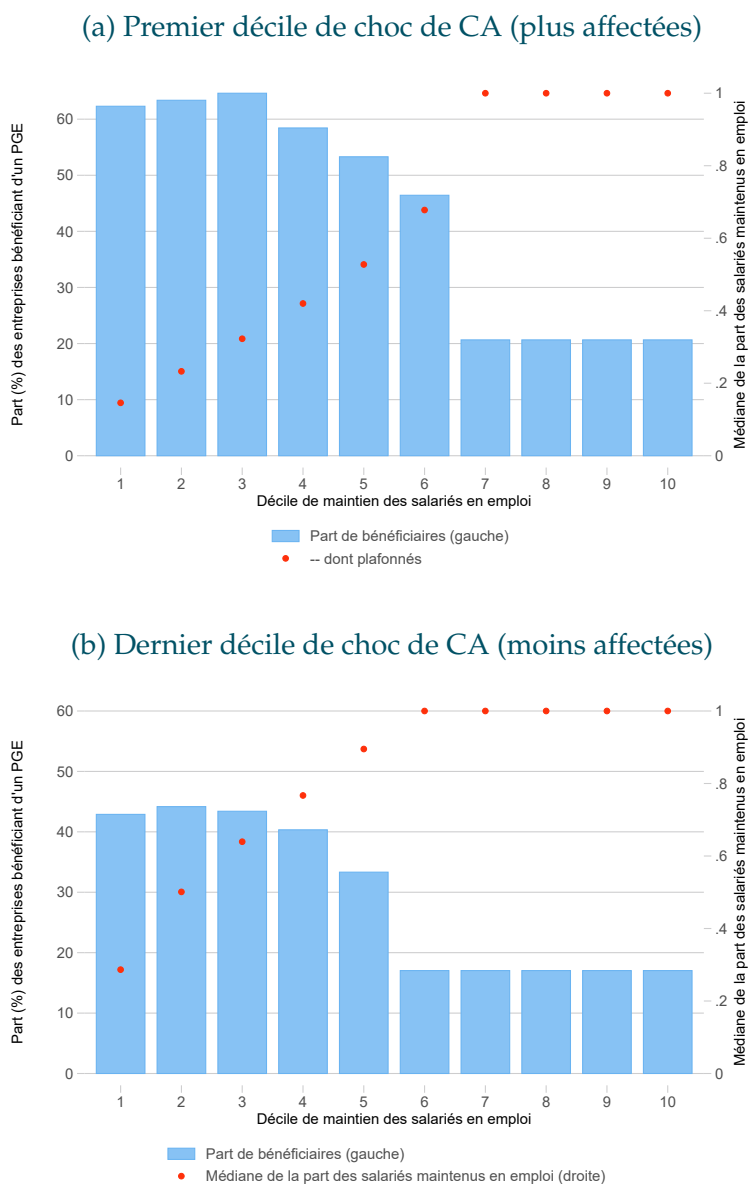
NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l’année 2019.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP.

correspondent à moins de 25 % des salariés maintenus en emploi et un recours moyen aux PGE proche de 60 %. L’analyse montre aussi que de nombreuses entreprises apparemment en détresse économique de par leur suppression complète de

chiffre d'affaires n'ont en réalité pas souffert d'une drastique chute de leur niveau d'activité si l'on en croit leur faible recours au chômage partiel. Ce sont ces mêmes entreprises qui participent peu aux PGE malgré une chute drastique de chiffre d'affaires et l'on ne peut donc véritablement penser que les banques ont voulu couper l'accès aux PGE des entreprises ayant subi une suppression complète de leur chiffre d'affaires.

FIGURE 1.15 – Recours aux PGE selon la part des salariés maintenus en emploi, au sein des déciles extrêmes de variation de chiffre d’affaires



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l’année 2019.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, DARES.

CHAPITRE 2

IMPACT DES PGE SUR LES BILANS

Ce chapitre décrit l'impact de la crise sanitaire sur le bilan des entreprises, en fonction de leur participation au programme PGE. La partie 1.1. présente les données (nouvelles par rapport au chapitre précédent) qui sont utilisées pour étudier l'impact de la prise d'un PGE sur le bilan des entreprises. La partie 1.2 étudie l'impact des PGE sur la structure de bilan des entreprises. La partie 1.3 étudie l'effet des PGE sur l'investissement des entreprises.

2.1 Données utilisées

Les données issues des greffes de tribunaux de commerce. Afin de mener l'analyse sur les exercices comptables clos depuis le printemps 2020, nous exploitons les comptes annuels déposés auprès des greffes des tribunaux de commerce. Ces données sont rendues disponibles en ligne par l'Institut national de propriété intellectuelle (INPI) sur le site <https://www.inpi.fr> puis centralisées dans le registre national du commerce et des sociétés. La mise à jour du site est quotidienne et notre dernière extraction utilisée pour ce rapport date du 4 avril 2020. La couverture des données est partielle pour plusieurs raisons. D'une part, beaucoup d'entreprises optent pour la confidentialité des comptes déposés lorsque la loi le

leur permet du fait de leur petite taille, et il est aussi bien établi que beaucoup d'entreprises ne déposent pas leurs comptes aux greffes malgré leur obligation de le faire. D'autre part, à partir de la date de clôture de l'exercice, les entreprises ont légalement au moins sept mois pour approuver et déposer leurs comptes. Or plus des deux-tiers des entreprises clôturent au 31 décembre, et il faudra donc attendre la fin de l'été 2021 pour connaître le bilan de ces entreprises. Après appariement avec les données comptables fiscales pour l'exercice 2019, notre échantillon est ainsi composé d'environ 25000 entreprises, soit environ 3% des entreprises optant pour le régime réel et normal de liasse fiscale et 5% de l'enveloppe totale de PGE. Parmi ces 25,000 entreprises, plus de 95% ont clôturé entre le 30 juin et le 30 septembre 2020 et on mesure donc l'effet à court terme des PGE sur le bilan.

Les données issues de Compustat. Compustat est une base de données d'informations financières, statistiques et commerciales sur les entreprises cotées en bourse. Nous obtenons via Compustat Global un ensemble d'informations financières annuelles sur les groupes cotés en France, que ces derniers déposent à l'Autorité des Marchés Financiers. Les groupes cotés sont tenus de faire la publicité de leurs comptes de manière plus régulière que le reste des entreprises, y compris à une fréquence infra-annuelle. La quasi-intégralité des entreprises cotées ont ainsi d'ores et déjà publié des comptes depuis le 30 juin 2020, et parmi elles environ un tiers avaient, au 4 avril dernier, publié des comptes au 31 décembre 2020. Nous distinguons ces deux groupes dans le reste de notre analyse des entreprises cotées. Avec près de 500 d'entre eux, les groupes cotés représentent environ 20% du volume total de PGE.

2.2 Impact des PGE sur la structure du bilan

Nous commençons par documenter, pour plusieurs échantillons, la taille des PGE obtenus par les entreprises relativement au bilan de ces entreprises. Les résultats sont présentés dans le Tableau 2.1. Les bénéficiaires "plafonnés" et non "plafonnés" sont formés suivant la même définition du plafonnement des PGE que dans le chapitre précédent. On constate que le poids des PGE oscille autour de 10% de l'actif parmi les entreprises cotées présentes dans la base de données Compustat. Ce ratio est légèrement plus faible parmi les entreprises ayant déposé des comptes en décembre. On voit enfin que le poids relatif des PGE est plus élevé parmi les entreprises présentes dans le Registre du commerce et des sociétés, notamment parmi les entreprises qui sont plafonnées dans leur participation au PGE.

TABLEAU 2.1 – Le poids des PGE par rapport aux actifs des entreprises (échantillons greffe et compustat)

	Bénéficiaires non-plafonnées	Bénéficiaires plafonnées
Compustat (échantillon juin-septembre)	13 %	-
Compustat (échantillon décembre)	8,4 %	-
RCS/Greffe (comptes déposés entre juin-septembre)	13 %	22,3 %

NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020, parmi les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. Pour les entreprises cotées, nous ne distinguons pas les bénéficiaires plafonnés des autres bénéficiaires. Le montant des PGE est ici rapporté à l'actif total du groupe (pour les comptes des entreprises cotées) ou de l'unité légale (pour les comptes déposés au greffe). Les ratios sont winsorisés à 1%.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, Compustat, Registre du commerce et des sociétés.

2.2.1 Entreprises ayant déposé leurs comptes au RCS en 2020

La Figure 2.1 présente l'évolution du bilan des entreprises appartenant à l'échantillon "greffe", c'est-à-dire les entreprises ayant déposé leurs comptes 2020 au Registre du commerce et des sociétés.

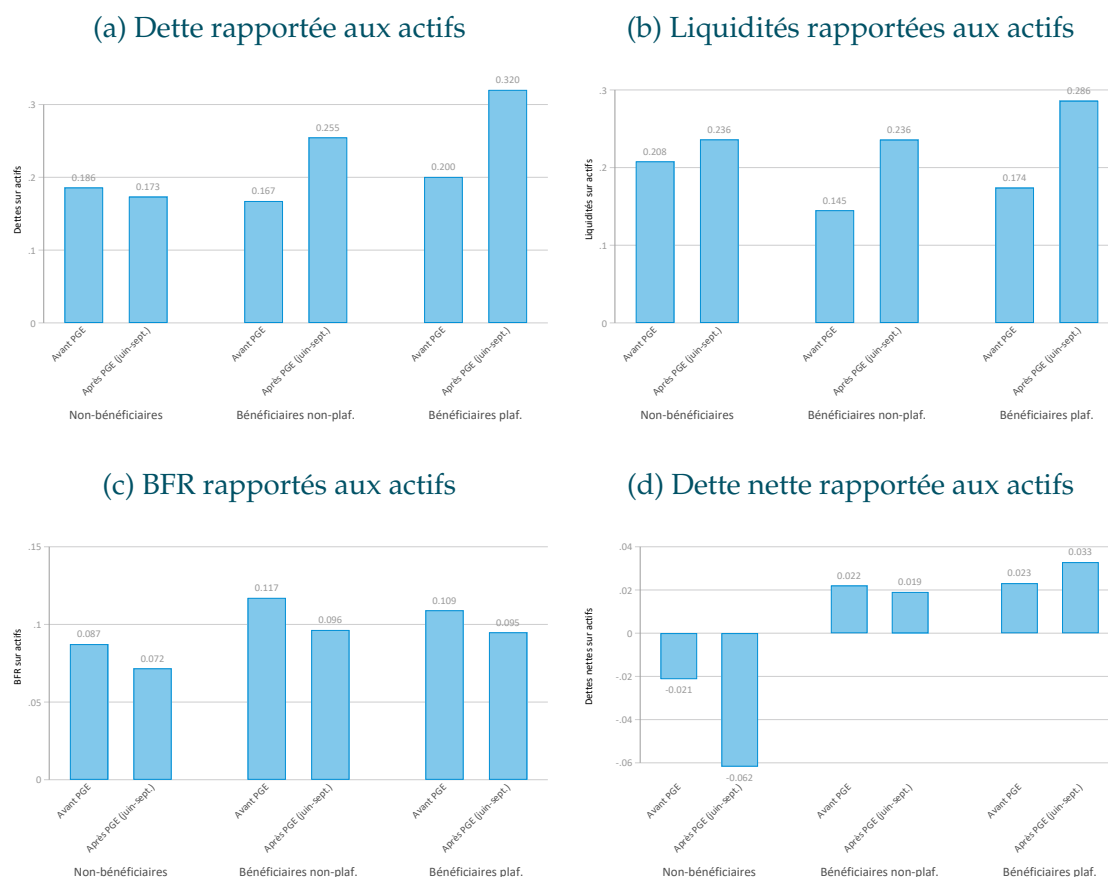
On constate en premier lieu une stabilité de la dette brute parmi les entreprises non-bénéficiaires. On observe en outre une hausse substantielle du ratio d'endettement brut parmi les entreprises bénéficiaires non plafonnées (+9pp) et, de façon plus nette encore, parmi les bénéficiaires plafonnés (+12pp). Cette hausse correspond à environ 60% de la hausse des PGE enregistrée chez ces entreprises entre mars et décembre 2020. La différence peut provenir pour une partie du fait que certains PGE validés ne sont enregistrés au bilan qu'après la date de clôture, et pour une autre partie du fait que certains PGE aient pu se substituer à des dettes financières non garanties.

On constate néanmoins une hausse des liquidités de la même ampleur parmi ces deux groupes d'entreprises : +9pp pour les bénéficiaires non plafonnés et +10pp parmi les bénéficiaires contraints. Les non-bénéficiaires eux voient leurs liquidités augmenter dans une bien moindre mesure (+3pp).

Les besoins en fonds de roulement (BFR) déclinent dans une mesure similaire chez les non bénéficiaires et les bénéficiaires non-plafonnés. Cette baisse, comprise entre 1,5 et 2pp, s'explique vraisemblablement par une liquidation des stocks pour les entreprises dans l'impossibilité de relancer la production. Cette liquidation des stocks pourrait alors avoir temporairement gonflé les liquidités. Néanmoins, même parmi les non-bénéficiaires, cette baisse du BFR ne correspond qu'à la moitié de la hausse des liquidités et un tiers de la baisse de l'endettement net. Enfin, l'endettement net des entreprises diminue dans le groupe des non-bénéficiaires (-4pp), et reste stable parmi les bénéficiaires. Ceci reflète probablement l'effet des nombreuses mesures de soutien financier aux entreprises autres que les PGE.

La baisse du BFR que nous documentons pourrait en partie s'expliquer par les reports de cotisations sociales dont ont pu bénéficier les entreprises à l'occasion de la crise. Nous étudions cette hypothèse dans la figure 2.3, qui représente l'évolution du BFR avec et sans dettes sociales et fiscales. Il s'avère que les dettes sociales et fiscales sont restées stables dans la période, et ont même souvent diminué mal-

FIGURE 2.1 – Évolution de la dette et des BFR (échantillon greffe)



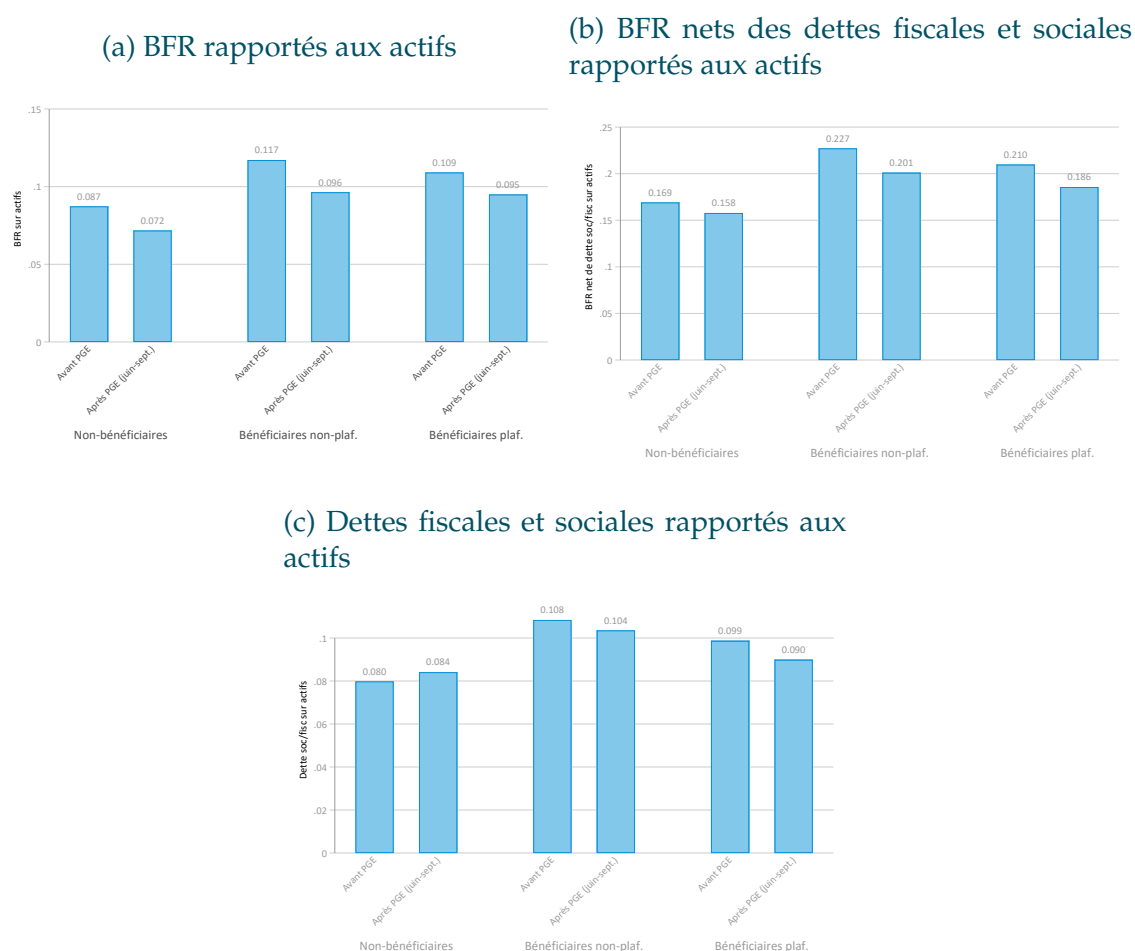
NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. Il s'agit des comptes déposés entre juin et septembre 2020. Les postes du bilan considérés sont rapportés à l'actif total de l'unité légale. La dette correspond aux dettes financières uniquement. Les liquidités sont la somme des disponibilités et des valeurs mobilières de placement. Le BFR est la somme des stocks et des créances d'exploitation nettes des dettes (hors dettes financières). La dette nette est la différence entre les dettes financières et les liquidités. Les ratios sont winsorisés à 1%.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, Registre du commerce et des sociétés.

gré la possibilité de reports, ce qui peut s'expliquer par la baisse de l'activité (qui diminuerait mécaniquement les termes du BFR) mais aussi par la mise en œuvre concomitante d'annulations de cotisations sociales dans certains secteurs. En tous les cas, la baisse du BFR que nous observons ne semble pas s'expliquer par les mesures de report de cotisations.

Une autre hypothèse pour expliquer la hausse des liquidités est l'apport de ressources publiques issues d'autres dispositifs, notamment le fonds de solidarité et le dispositif d'activité partielle. Les comptes de résultat des entreprises ne renseignent pas directement le montant des sommes reçues via ces dispositifs. Ils sont toutefois renseignés dans des cases bien spécifiques, les subventions d'exploitation dans le cas du fonds de solidarité et les transferts de charges d'exploitation dans le cas de l'activité partielle. C'est pourquoi, en figure 2.3, nous reportons le niveau d'EBE généré en 2020, avec et sans ces postes, le tout encore une fois rapporté à l'actif par souci de comparabilité avec nos résultats sur l'endettement et la trésorerie. Les montants d'EBE sont positifs, malgré la crise, probablement parce qu'ils incluent en grande partie l'activité réalisée avant mars 2020 sur l'exercice comptable. Toutefois, en faisant la différence entre l'EBE avant et après subventions et transferts de charges, on observe que même parmi les non-bénéficiaires ces aides représentent environ 1,4pp, ce qui rend compte d'une très grande part de la hausse des liquidités non expliquée par la baisse du BFR. Par ailleurs, de manière peu surprenante le montant des aides hors PGE représente une part plus importante de l'actif pour les bénéficiaires de PGE : 2,5pp pour les non-plafonnés et 2,2pp pour les plafonnés. Il y a donc une forte complémentarité dans La participation au dispositif PGE et le recours aux autres aides publiques.

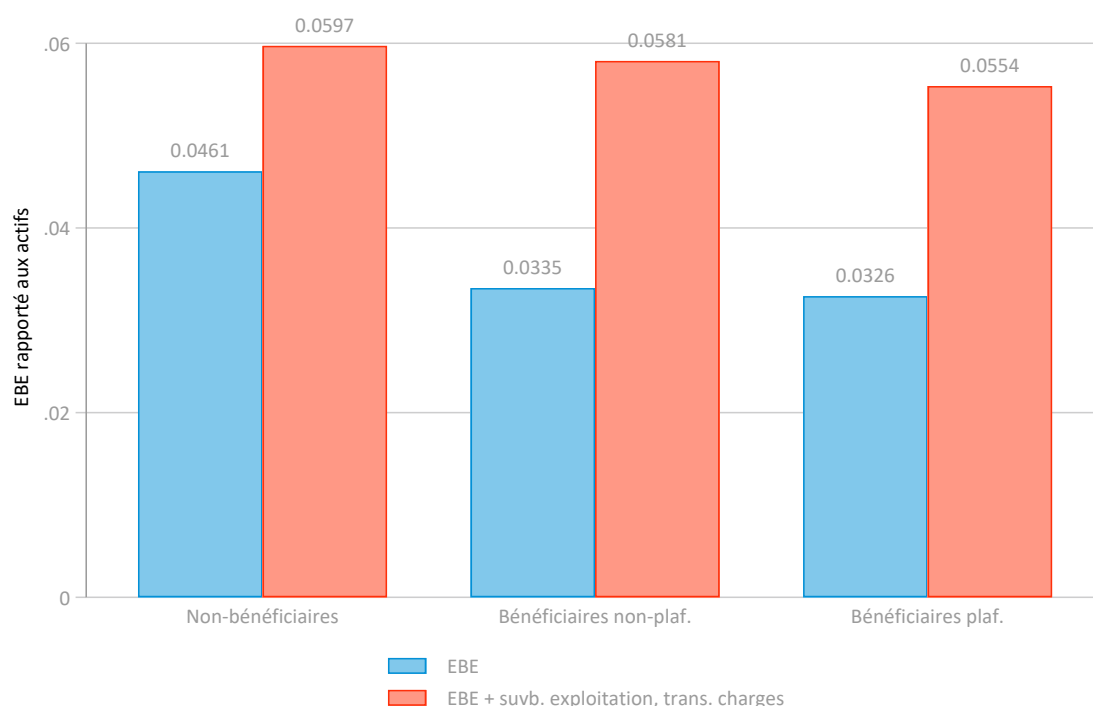
FIGURE 2.2 – Évolution du BFR, avec et sans dettes sociales et fiscales (échantillon greffe)



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. Il s'agit des comptes déposés entre juin et septembre 2020. Les postes du bilan considérés sont rapportés à l'actif total de l'unité légale. Les ratios sont winsorisés à 1%.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, Registre du commerce et des sociétés.

FIGURE 2.3 – EBE en incluant ou non les transferts de charges et subventions d’exploitation (échantillon greffe)



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l’attribution du PGE s’est faite par un arrêté du ministre de l’économie et des finances. Il s’agit des comptes déposés entre juin et septembre 2020. Les postes du compte de résultat considérés sont rapportés à l’actif total de l’unité légale. L’excédent brut d’exploitation est calculé successivement sans et avec la somme des subventions d’exploitation et des reprises sur amortissements et transferts de charges d’exploitation (dans ce dernier cas uniquement lorsque l’entreprise reçoit des indemnités d’activité partielle). Les ratios sont winsorisés à 1%.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, DARES, Registre du commerce et des sociétés.

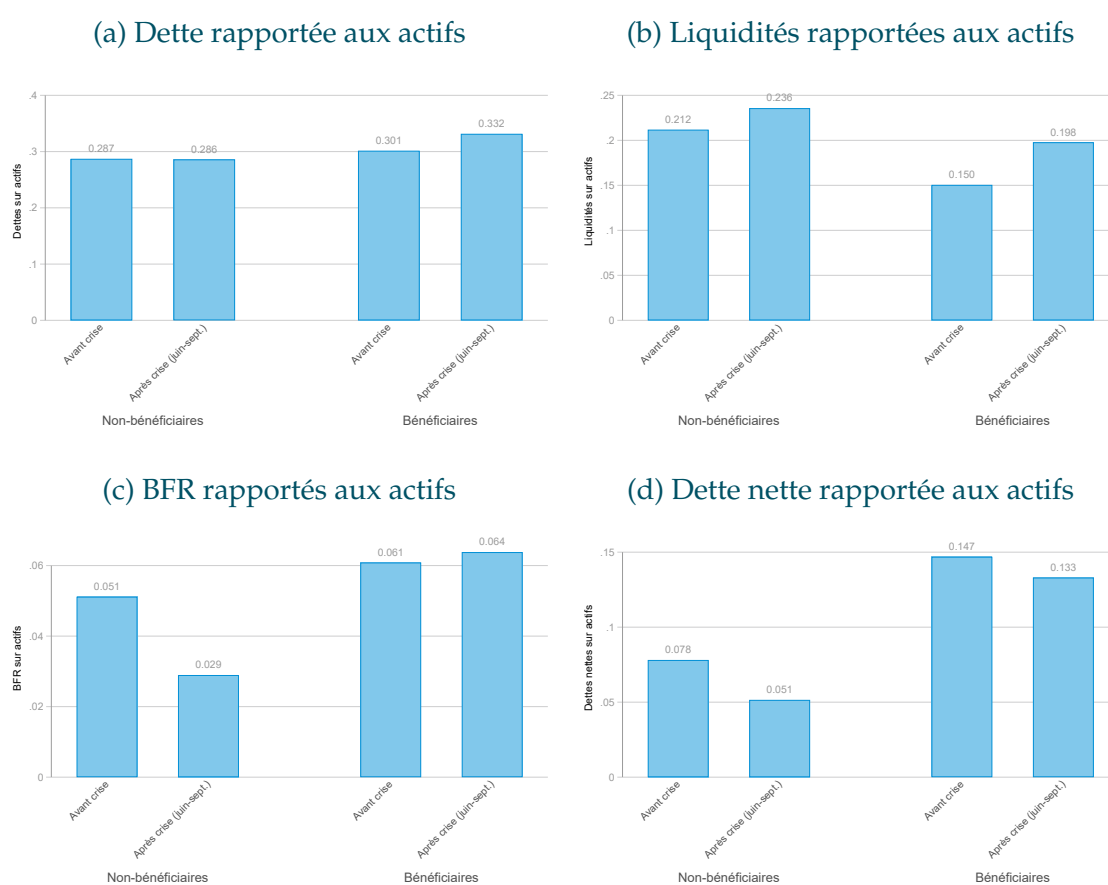
2.2.2 Entreprises cotées

La Figure 2.4 présente l'évolution du bilan des entreprises appartenant à l'échantillon "compustat" qui comprend des entreprises cotées, et dont seuls les comptes de juin ou septembre 2020 sont disponibles, soit la majorité. On constate comme dans l'autre échantillon une stabilité de la dette (brute) parmi les entreprises non-bénéficiaires. En outre, on observe une hausse légère du ratio d'endettement brut parmi les entreprises bénéficiaires (+3 pp). Cette hausse correspond à environ 25 % de la hausse des PGE enregistrée chez ces entreprises entre mars et décembre 2020. La différence peut provenir pour une partie du fait que certains PGE validés ne sont enregistrés au bilan qu'après la date de clôture, et pour une autre partie du fait que certains PGE aient pu se substituer à des dettes financières non garanties.

La figure montre également, et comme précédemment, une hausse des liquidités parmi les entreprises bénéficiaires de +5pp pour les bénéficiaires. Les non-bénéficiaires eux aussi voient leurs liquidités augmenter de manière significative (+2.5pp). Les besoins en fonds de roulement (BFR) déclinent uniquement parmi les non-bénéficiaires, d'environ 2pp. L'endettement net des entreprises diminue à la fois parmi les non bénéficiaires (-2,7) et les bénéficiaires (-1,4pp).

La Figure 2.5 présente les mêmes variables mais mesurées parmi les entreprises ayant déposé des comptes aussi bien au milieu qu'à la fin de l'année 2020, permettant ainsi d'apprécier des effets à plus long terme. Sur cet échantillon, une part plus importante (environ 60%) du montant de PGE obtenu est reflétée dans la hausse des dettes financières. Les évolutions sont qualitativement similaires et n'évoluent pas fortement entre la mi-2020 et la fin de l'année : on observe une légère progression de l'endettement brut, accompagnée d'une hausse des liquidités et une évolution plutôt négative de l'endettement net des entreprises, notamment parmi celles n'ayant pas eu recours aux PGE.

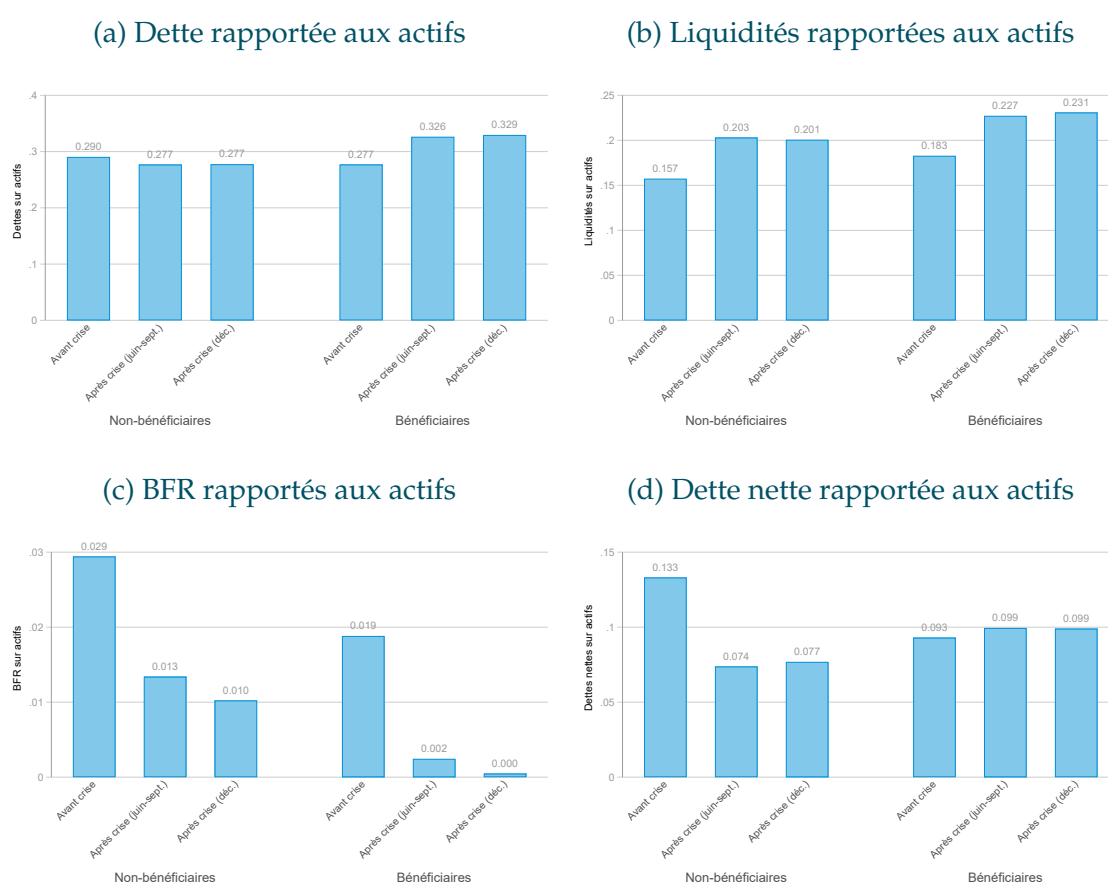
FIGURE 2.4 – Évolution à court terme (juin à septembre 2020) de la dette et des BFR (échantillon Compustat)



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. Il s'agit des entreprises cotées ayant déposé des comptes clôturés entre juin et septembre 2020, mais pas encore pour décembre 2020. Les postes du bilan considérés sont rapportés à l'actif total du groupe coté. Les ratios sont winsorisés à 1%.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, Compustat.

FIGURE 2.5 – Évolution à moyen terme (décembre 2020) de la dette et des BFR (échantillon Compustat, avec information pour décembre 2020)



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. Il s'agit des entreprises cotées ayant déposé des comptes clôturés entre juin et septembre 2020, ainsi qu'en décembre 2020. Les postes du bilan considérés sont rapportés à l'actif total du groupe coté. Les ratios sont winsorisés à 1%.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, Compustat.

2.3 Endettement excessif des entreprises

2.3.1 Méthodologie.

Compte tenu des risques potentiels liés au surendettement, il est important d'évaluer dans quelle mesure le recours aux PGE, tout en facilitant la survie des entreprises, est susceptible d'aboutir au surendettement des entreprises bénéficiaires, ce qui pourrait à moyen terme compromettre leurs capacités et incitations à investir lors de la reprise.

Il n'est pas évident de définir a priori un seuil au-delà duquel l'endettement d'une entreprise serait excessif. Plusieurs caractéristiques des entreprises (taille, âge) et de leur secteur (importance des actifs tangibles) contribuent à déterminer le taux d'endettement maximal qu'une entreprise peut supporter sans que sa capacité d'investissement soit significativement amoindrie.

Nous adoptons ici une approche simple pour constater le surendettement. Sur la base de la population des entreprises présentes dans les greffes en 2020, nous calculons la distribution du taux d'endettement des entreprises en 2019. Nous définissons des groupes d'entreprises correspondant à une catégorie de taille et de secteur. Au sein de chacun de ces groupes, nous calculons plusieurs quantiles de la distribution du taux d'endettement.

Une fois ces seuils calculés, nous mesurons quelle est la part des entreprises présentes dans les greffes en 2020 dont le taux d'endettement excède ce seuil. Si nous considérons par exemple la médiane, une part de 50% signifierait que la distribution est restée stable. Au contraire, une part supérieure à 50% signalerait une hausse de la médiane. Afin de s'intéresser à la fréquence de situation d'endettement excessif, il est alors intéressant de se concentrer sur des quantiles plus élevés de la distribution, par exemple le quartile ou encore le décile supérieur.

2.3.2 Résultats.

Les résultats concernant la médiane sont présentés dans la Figure 2.6. Ceux portant sur le quartile supérieur (p 75) et le décile supérieur (p 90) sont présentés dans les figures 2.7 et 2.8, respectivement. Chacun de ces graphiques contraste d’une part la situation des bénéficiaires et non-bénéficiaires du dispositif PGE et d’autre part distingue, au sein des bénéficiaires, la situation des bénéficiaires contraints et non-contraints.

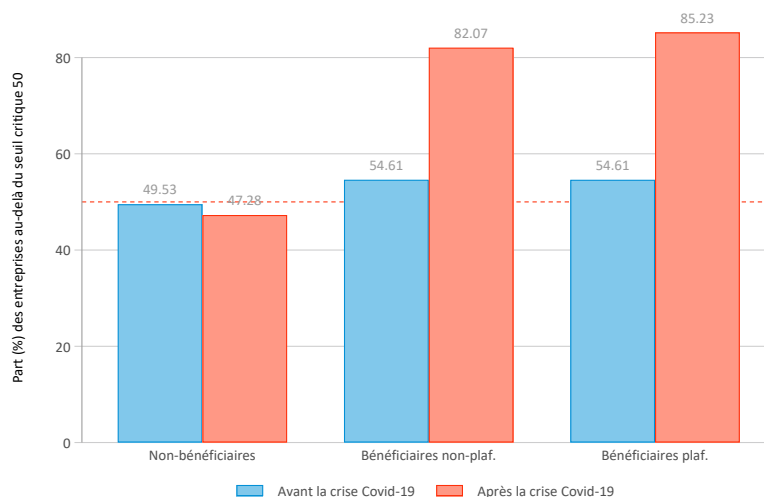
Avant la crise liée au Covid-19, les entreprises ont, par définition, une probabilité de $(1 - x)$ % de se retrouver au-delà du quartile x . A quelques points de pourcentage près, cette égalité tient en moyenne entre les différents sous-échantillons pour l’ensemble des quantiles (barres bleues).

Dans la figure 2.6, on constate que les entreprises bénéficiaires ont une probabilité légèrement supérieure de présenter un endettement brut supérieur à la médiane par rapport aux entreprises n’ayant pas eu recours. Nous rappelons ici que les seuils de médianes sont spécifiques à chaque groupe d’entreprises (secteur \times catégorie de taille) ce qui permet de prendre en compte les différences potentielles de composition en termes de secteur et de taille entre les groupes bénéficiaires et non-bénéficiaires.

On constate une forte divergence entre les deux groupes d’entreprises dans la probabilité d’excéder l’endettement médian en 2020. Cette probabilité décline légèrement en valeur absolue pour les non-bénéficiaires passant de 50 à 47 % alors qu’elle augmente de 55 à 82 % parmi les bénéficiaires non plafonnés. Lorsqu’on se concentre sur la sous-population des bénéficiaires plafonnés au montant maximal de PGE, on constate une hausse très légèrement supérieure à celle des autres bénéficiaires (55 à 85 %).

Les Figures 2.7 et 2.8 donnent une image globalement similaire à la précédente. En premier lieu, la mesure d’endettement en 2019 est globalement comparable

FIGURE 2.6 – Endettement brut au delà de la médiane (p 50)



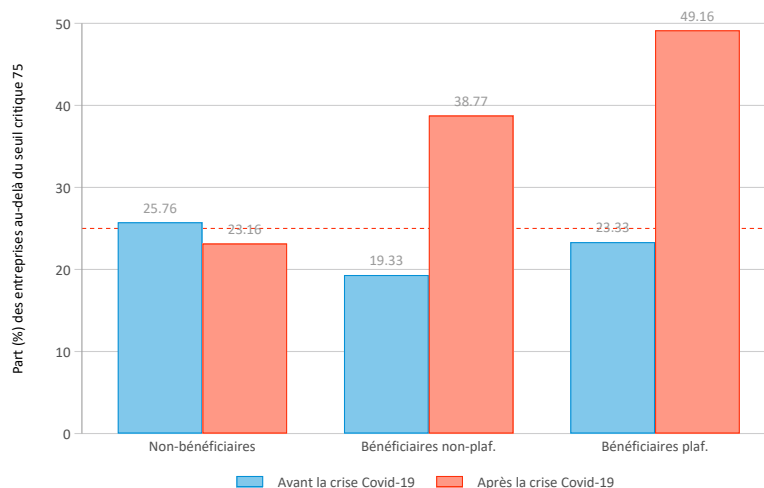
NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. Il s'agit des comptes déposés entre juin et septembre 2020. La figure reporte la part des entreprises dont le ratio d'endettement brut dépasse la médiane de ce ratio estimée en 2019 au sein d'entreprises de même taille et de même secteur, à la fois en 2019 (avant la crise) et en 2020 (après la crise).

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, Registre du commerce et des sociétés.

entre bénéficiaires et non-bénéficiaires, comme c'est le cas dans la figure 2.6. On observe en outre que le niveau d'endettement des non-bénéficiaires reste stable, tandis que la hausse de l'endettement est très marquée pour les bénéficiaires, avec un doublement de la part des entreprises situées au delà du seuil critique au 3e quartile et une augmentation de 50% au 9e décile. Ceci signifie que, si l'on observe une hausse de l'endettement moyen des entreprises bénéficiaires, cela traduit en réalité très largement une hausse du niveau d'endettement des entreprises dans le haut de la distribution.

La figure 2.9 présente le même type de statistiques que les trois figures précédentes mais en s'intéressant cette fois à l'endettement net plutôt qu'à l'endettement brut, c'est-à-dire à la somme des dettes diminuée des disponibilités financières de l'entreprise. Deux observations ressortent de cette figure : d'une part

FIGURE 2.7 – Endettement brut au delà du troisième quartile (p 75)



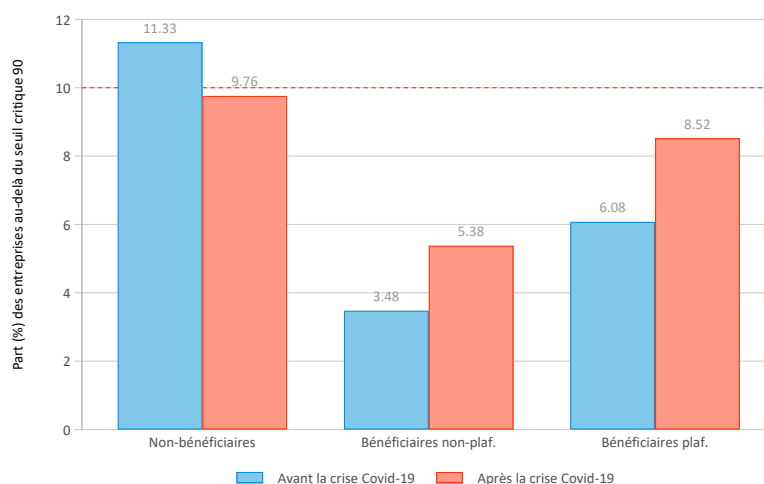
NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. Il s'agit des comptes déposés entre juin et septembre 2020. La figure reporte la part des entreprises dont le ratio d'endettement brut dépasse le troisième quartile de ce ratio estimé en 2019 au sein d'entreprises de même taille et de même secteur, à la fois en 2019 (avant la crise) et en 2020 (après la crise).

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, Registre du commerce et des sociétés.

l'endettement net pré-crise des bénéficiaires des PGE était supérieur à celui des entreprises non-bénéficiaires ; d'autre part, l'endettement net des bénéficiaires baisse pour les bénéficiaires, mais moins que pour les non-bénéficiaires. En d'autres termes, alors que l'endettement brut semble être devenu excessif, l'image donnée par le niveau d'endettement net est beaucoup plus rassurante.

Les figures 2.10 2.11 présentent à leur tour les mêmes statistiques que les trois premières figures, mais pour la sous-population des entreprises ayant déposé leur comptes clôturés en décembre, ce qui permet d'apprécier un effet à plus long terme que précédemment, au risque toutefois d'une forte non-représentativité compte tenu du faible nombre de comptes clôturés au 31 décembre 2020 et déposés dès le mois d'avril 2021 (environ 600 entreprises). Ces figures confirment néanmoins

FIGURE 2.8 – Endettement brut au delà du neuvième décile (p 90)

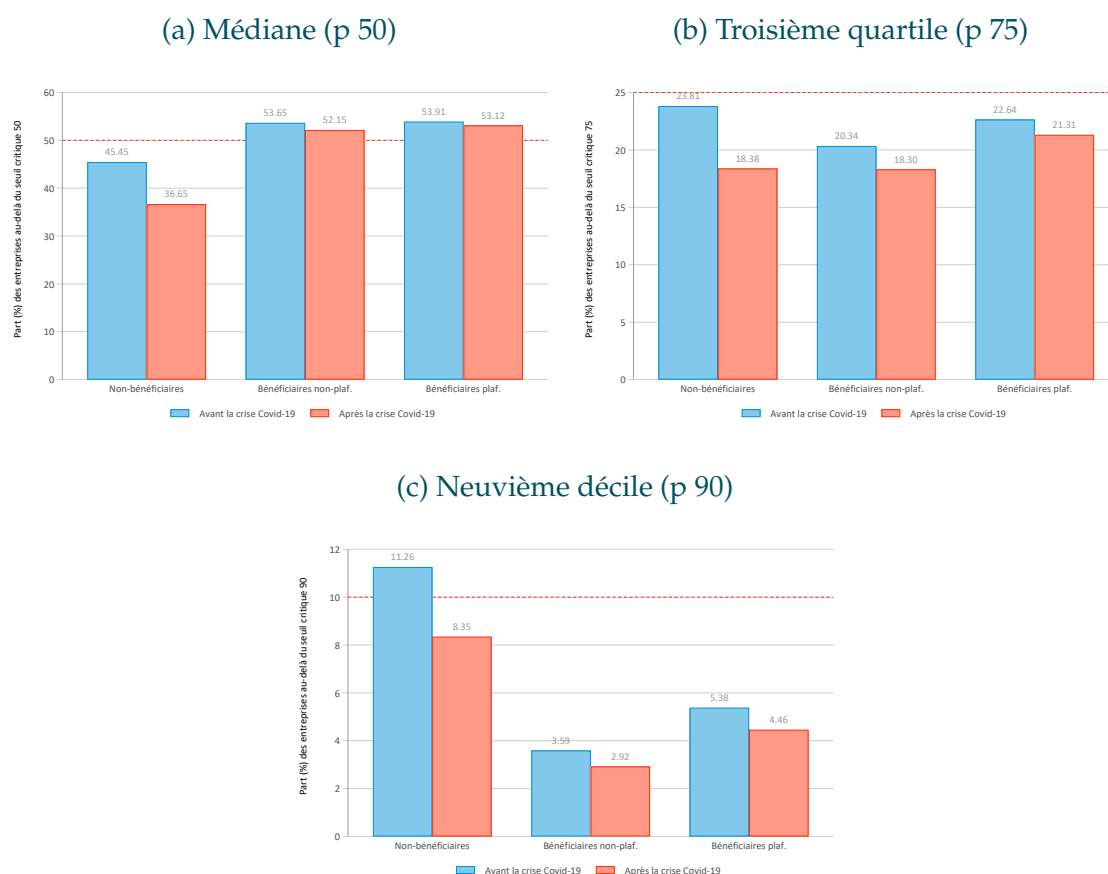


NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. Il s'agit des comptes déposés entre juin et septembre 2020. La figure reporte la part des entreprises dont le ratio d'endettement brut dépasse le neuvième décile de ce ratio estimé en 2019 au sein d'entreprises de même taille et de même secteur, à la fois en 2019 (avant la crise) et en 2020 (après la crise).

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, Registre du commerce et des sociétés.

l'image donnée initialement : puisque l'endettement brut des bénéficiaires des PGE augmente très fortement tandis que celui des non-bénéficiaires baisse légèrement; l'endettement net, quant à lui, diminue quelque soit le statut quant aux PGE, mais particulièrement pour les entreprises non bénéficiaires.

FIGURE 2.9 – Endettement net pour différents seuils

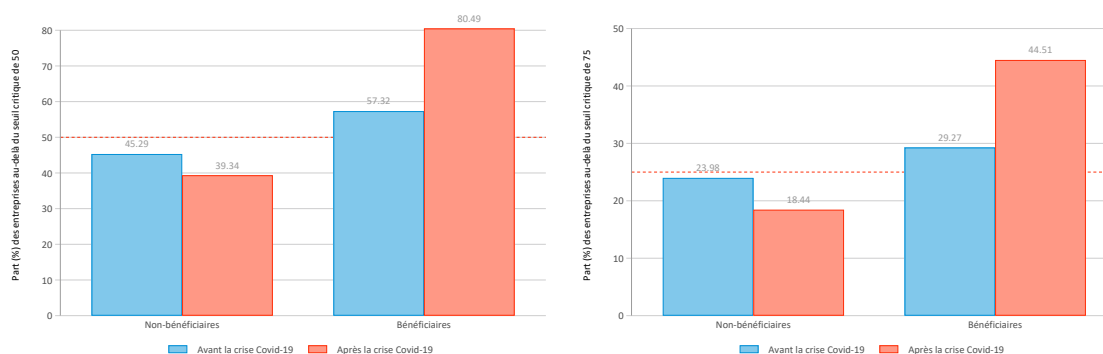


NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. Il s'agit des comptes déposés entre juin et septembre 2020. La figure reporte la part des entreprises dont le ratio d'endettement net dépasse la médiane, le troisième quartile et le neuvième décile de ce ratio estimés en 2019 au sein d'entreprises de même taille et de même secteur, à la fois en 2019 (avant la crise) et en 2020 (après la crise).

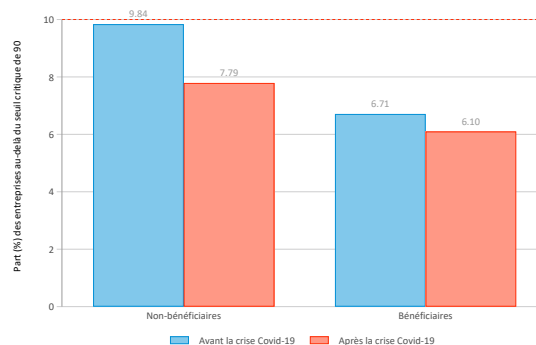
SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, Registre du commerce et des sociétés.

FIGURE 2.10 – Endettement brut parmi les entreprises ayant déposé des comptes clôturés en décembre

(a) Endettement brut au delà de la médiane (p 50) (b) Endettement brut au delà du troisième quartile (p 75)



(c) Endettement brut au delà du neuvième décile (p 90)

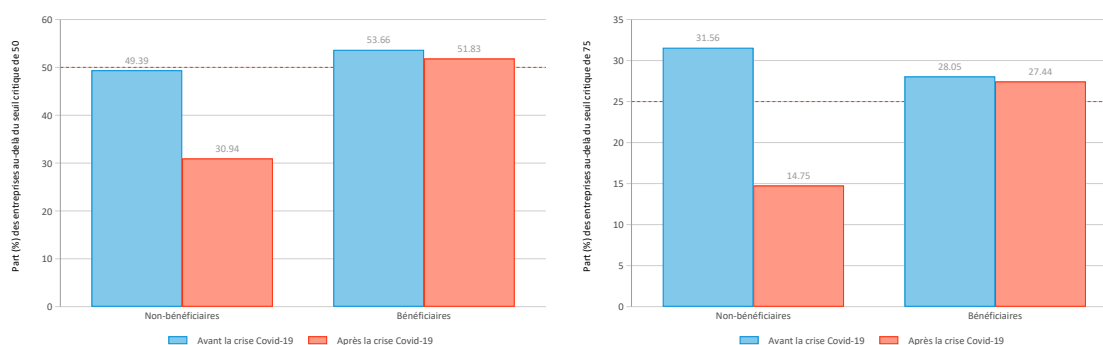


NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. Il s'agit des comptes déposés en décembre 2020. La figure reporte la part des entreprises dont le ratio d'endettement brut dépasse la médiane, le troisième quartile et le neuvième décile de ce ratio estimés en 2019 au sein d'entreprises de même taille et de même secteur, à la fois en 2019 (avant la crise) et en 2020 (après la crise).

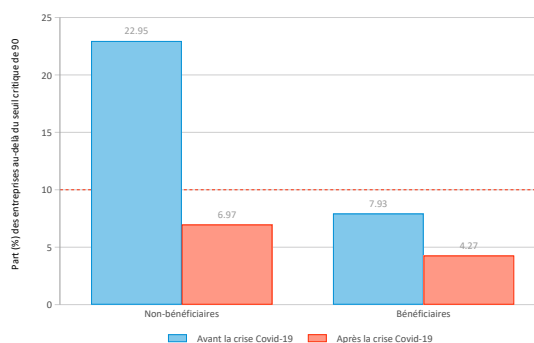
SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, Registre du commerce et des sociétés.

FIGURE 2.11 – Endettement net parmi les entreprises ayant déposé des comptes clôturés en décembre

(a) Endettement net au delà de la médiane (p 50) (b) Endettement net au delà du troisième quartile (p 75)



(c) Endettement net au delà du neuvième décile (p 90)



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. Il s'agit des comptes déposés en décembre 2020. La figure reporte la part des entreprises dont le ratio d'endettement net dépasse la médiane, le troisième quartile et le neuvième décile de ce ratio estimés en 2019 au sein d'entreprises de même taille et de même secteur, à la fois en 2019 (avant la crise) et en 2020 (après la crise).

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, Registre du commerce et des sociétés.

2.4 Impact des PGE sur l'investissement

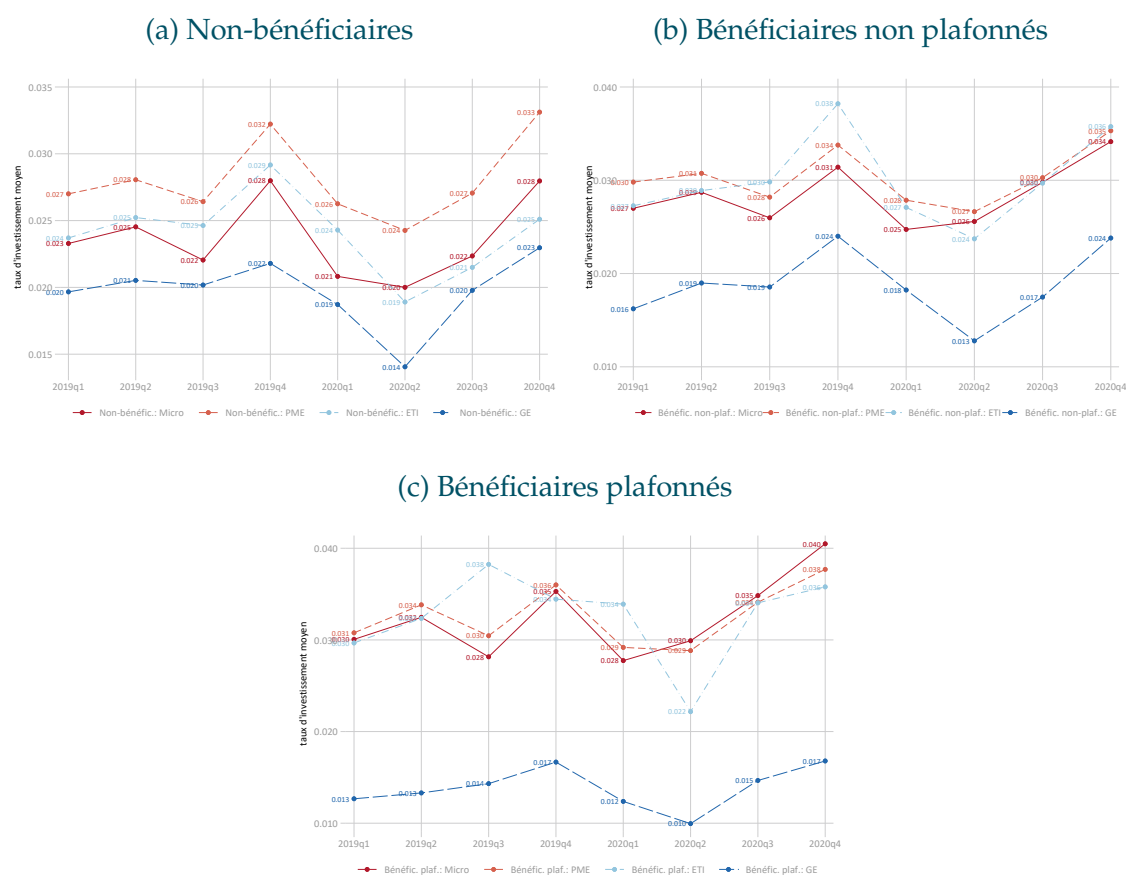
Nous présentons maintenant des statistiques sur la dynamique de l'investissement des entreprises, d'une part en fonction de leur recours ou non au PGE et d'autre part en fonction de leur exposition à la crise et de leur fragilité initiale.

Les données de TVA nous permettent en effet de mesurer au niveau mensuel les dépenses en immobilisations des entreprises, à l'exception notable des fusions-acquisitions. Nous construisons ainsi des taux d'investissement trimestriels en rapportant la somme des investissements au cours d'un trimestre au niveau d'immobilisations corporelles à la fin de l'exercice clôturé en 2019.

Nous considérons dans un premier temps le taux d'investissement en fonction de la taille de l'entreprise et du recours au PGE, en distinguant les bénéficiaires plafonnés et les bénéficiaires non plafonnés. Les résultats sont présentés dans la Figure 2.12. On constate qu'en termes absolus l'ensemble des groupes d'entreprises voient leur taux d'investissement diminuer au cours des deux premiers trimestres 2020, et que le déclin est particulièrement fort parmi les ETI bénéficiaires de PGE. En termes relatifs, comme les niveaux d'investissement étaient plus bas avant crise parmi les grandes entreprises, la chute de l'investissement est plus prononcée parmi ces dernières. Néanmoins, l'investissement semble plutôt dynamique et retrouve son niveau pré-crise (2019T4) au 4ème trimestre de l'année 2020.

Nous présentons ensuite le taux d'investissement en fonction du levier initial de l'entreprise (l'endettement financier rapporté à la somme des immobilisations et de l'actif circulant net). Nous construisons des déciles de taux d'endettement et suivons pour chaque semestre le premier, le cinquième et le dixième décile. Les résultats sont présentés dans la Figure 2.13. Avant la crise du Covid, on constate une forte hétérogénéité des taux d'investissement. On remarque que les entreprises qui auront recours au PGE et ont un fort taux d'endettement tendent à avoir des taux d'investissement plus élevés (environ 4,5% pour les bénéficiaires non contraints

FIGURE 2.12 – Taux d'investissement trimestriel selon le recours à un PGE et la catégorie de taille



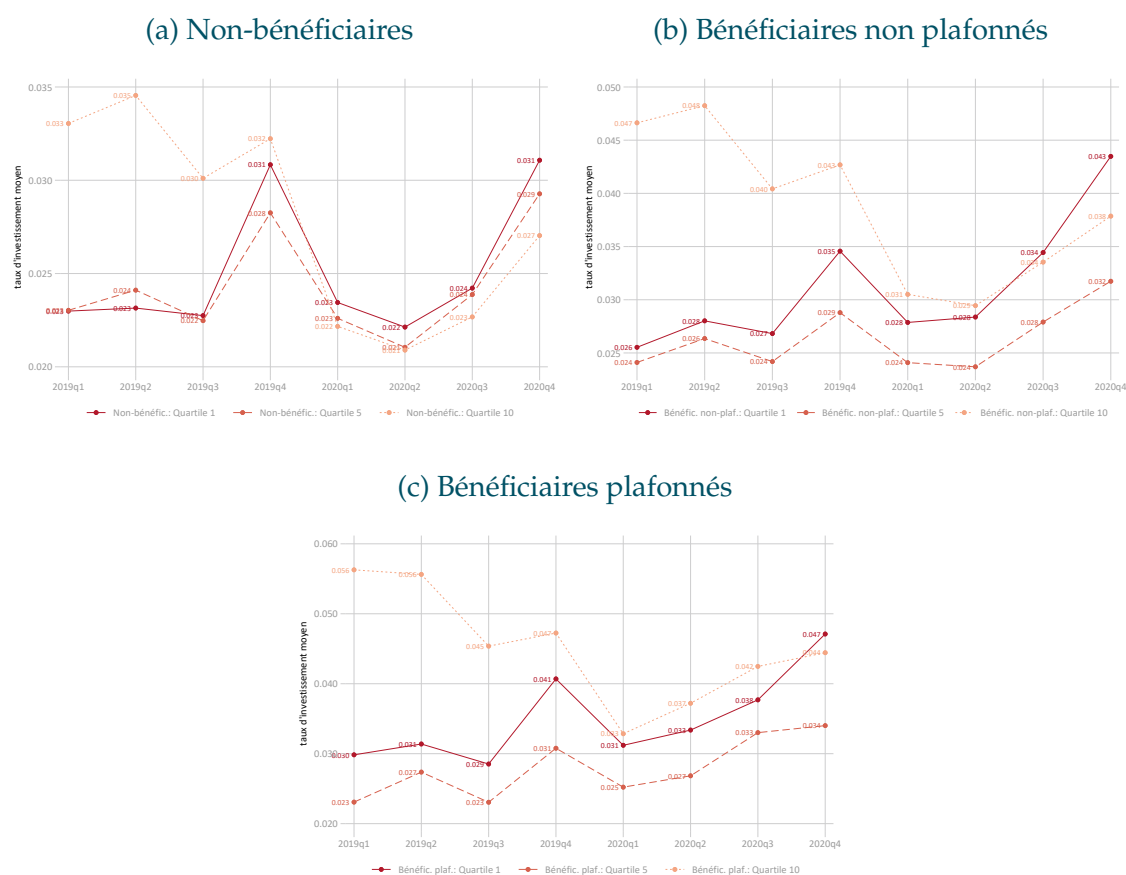
NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l'attribution du PGE s'est faite par un arrêté du ministre de l'économie et des finances. La figure reporte l'évolution du ratio des investissements organiques réalisés chaque trimestre sur le niveau d'immobilisations corporelles de la fin de l'exercice comptable 2019. Nous distinguons ici les groupes suivant leur taille. Les ratios sont consolidés au niveau du groupe économique et winsorisés à 1%.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, Fichiers TVA, BIC-RN.

des PGE et 5% parmi les bénéficiaires qui seront plafonnés, contre 3% pour les non-bénéficiaires). Les entreprises les moins endettées tendent à avoir un taux d'investissement plus faible avec de moindres disparités selon le futur statut du recours aux PGE.

Nous examinons maintenant l'investissement en fonction de la sévérité du choc

FIGURE 2.13 – Taux d’investissement trimestriel selon le recours à un PGE et le taux d’endettement



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l’attribution du PGE s’est faite par un arrêté du ministre de l’économie et des finances. La figure reporte l’évolution du ratio des investissements organiques réalisés chaque trimestre sur le niveau d’immobilisations corporelles de la fin de l’exercice comptable 2019. Nous distinguons ici les groupes suivant leur décile d’endettement financier en 2019. Les ratios sont consolidés au niveau du groupe économique et winsorisés à 1%.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, Fichiers TVA, BIC-RN.

Covid, tel que mesuré par le choc sur le chiffre d’affaires des entreprises entre le printemps 2019 et le printemps 2020 (voir le chapitre 1.4) pour une définition de ce terme). On constate que, dès 2019, le taux d’investissement tend à être plus faible parmi les entreprises qui font face à un choc plus sévère entre 2020 et 2019 (décile 1). Là aussi, on constate une baisse de l’investissement parmi l’ensemble

FIGURE 2.14 – Taux d'investissement trimestriel selon le recours au PGE et l'exposition au choc



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020. La figure reporte l'évolution du ratio des investissements organiques réalisés chaque trimestre sur le niveau d'immobilisations corporelles de la fin de l'exercice comptable 2019. Nous distinguons ici les groupes suivant leur décile d'exposition au choc de la crise sanitaire en termes de chiffre d'affaires. Les ratios sont consolidés au niveau du groupe économique et winsorisés à 1%.

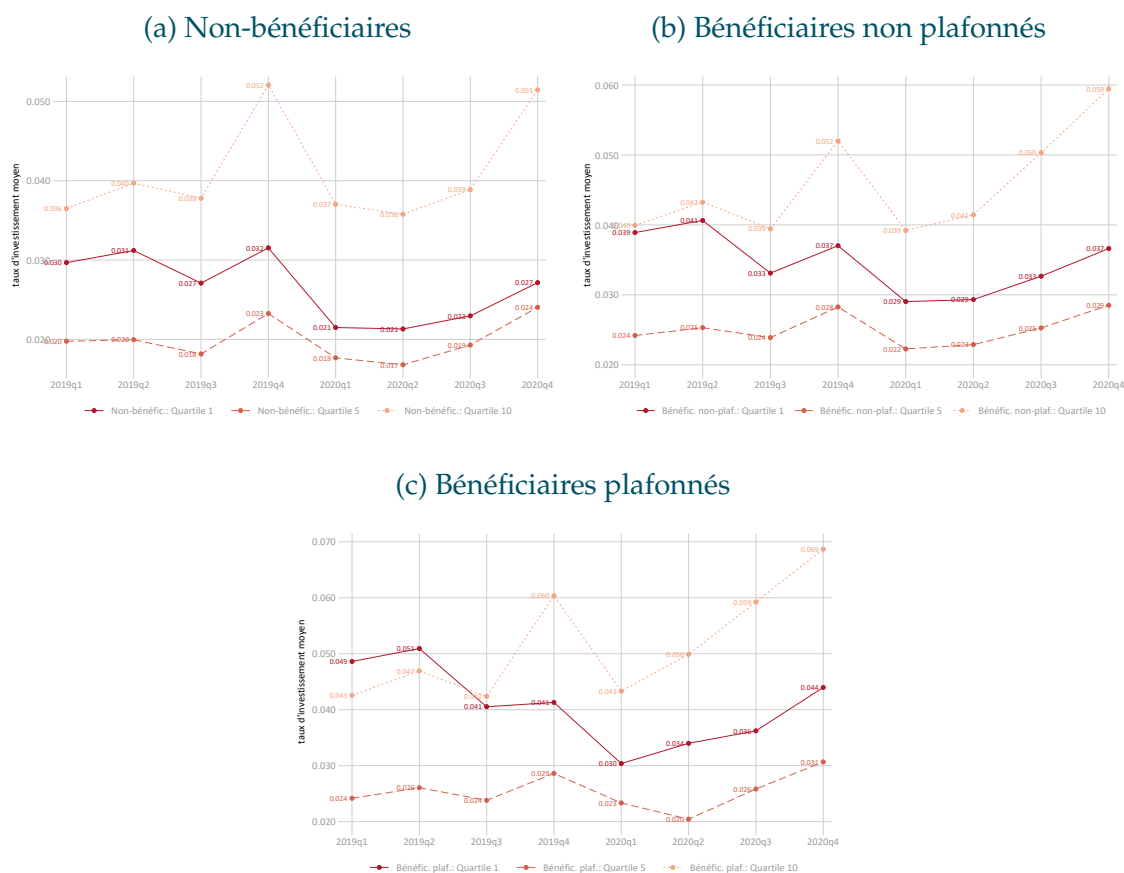
SOURCES : Fichier de gestion des PGE, Fichiers TVA, BIC-RN.

des groupes entre le 2019T4 et 2020T1. On remarque cependant que les entreprises les moins exposées au choc sont sur une trajectoire plus dynamique et que cela est particulièrement vrai parmi les entreprises bénéficiaires des PGE.

Nous considérons ensuite la dynamique de l'investissement en fonction de la rentabilité initiale des entreprises qui est capturée par l'EBE rapporté au bilan. On constate là encore une baisse de l'investissement entre le dernier trimestre de 2019 et le premier trimestre 2020. Indépendamment du recours au PGE, on constate, de façon peu surprenante, que les entreprises les plus rentables ont un profil d'investissement très dynamique. C'est notamment le cas parmi les bénéficiaires des PGE : les 10 % les plus rentables ont eu un taux d'investissement moyen plus élevé en 2020 qu'en 2019.

Nous considérons enfin la dynamique de l'investissement en fonction du niveau d'investissement observé lors de l'année 2019. On constate là encore une

FIGURE 2.15 – Taux d’investissement trimestriel selon le recours au PGE et la rentabilité

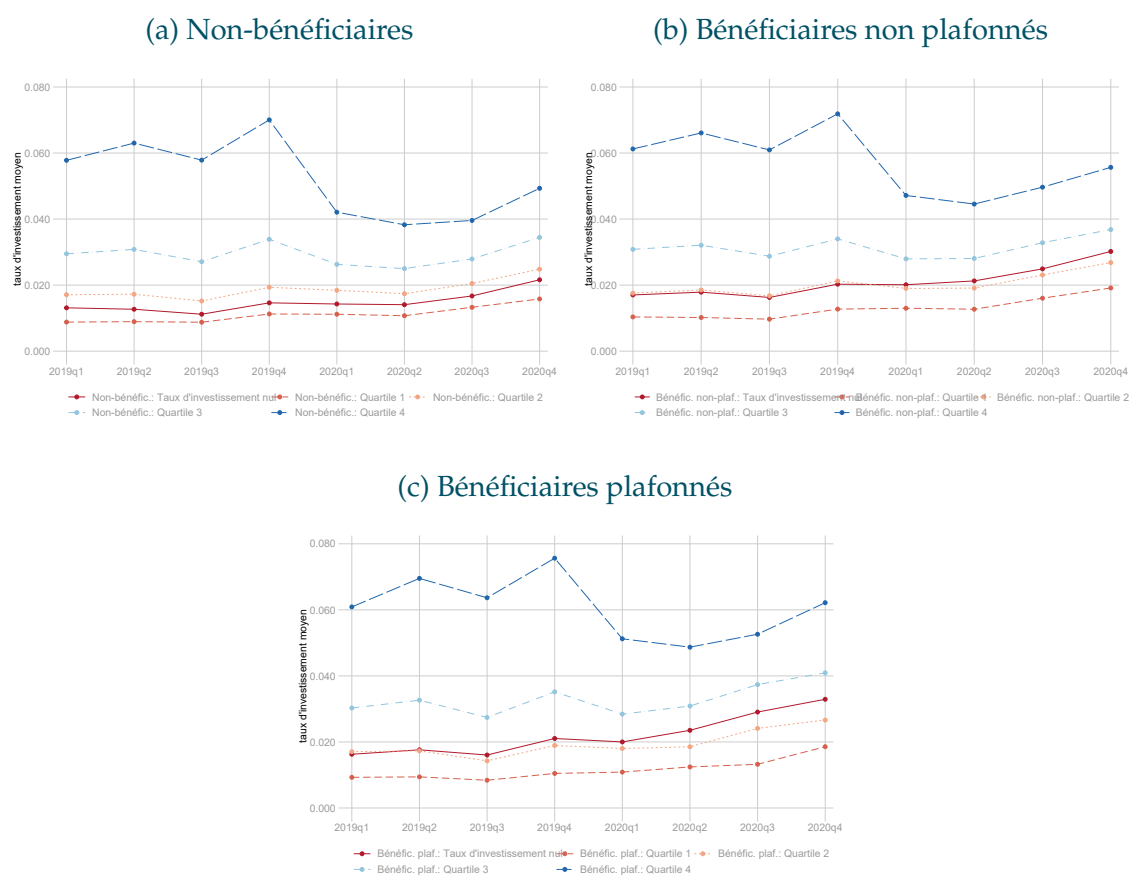


NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l’attribution du PGE s’est faite par un arrêté du ministre de l’économie et des finances. La figure reporte l’évolution du ratio des investissements organiques réalisés chaque trimestre sur le niveau d’immobilisations corporelles de la fin de l’exercice comptable 2019. Nous distinguons ici les groupes suivant leur décile de rentabilité en 2019. Les ratios sont consolidés au niveau du groupe économique et winsorisés à 1%.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, Fichiers TVA, BIC-RN.

baisse de l’investissement entre le dernier trimestre de 2019 et le premier trimestre 2020, qui est particulièrement prononcée parmi les entreprises qui avaient beaucoup investi en 2019. Il faut être prudent quant à l’interprétation de ces faits, car il est en partie naturel que les entreprises qui viennent de réaliser de lourds investissements diminuent leur rythme d’investissement l’année suivante. Par ailleurs,

FIGURE 2.16 – Taux d’investissement trimestriel selon le recours au PGE et le taux d’investissement en 2019



NOTE : La participation au dispositif PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020. Les bénéficiaires plafonnés sont ceux qui ont obtenu un montant de PGE très proche du plafond autorisé par la loi ou dont l’attribution du PGE s’est faite par un arrêté du ministre de l’économie et des finances. La figure reporte l’évolution du ratio des investissements organiques réalisés chaque trimestre sur le niveau d’immobilisations corporelles de la fin de l’exercice comptable 2019. Nous distinguons ici les groupes suivant leur quintile de taux d’investissement en 2019. Les ratios sont consolidés au niveau du groupe économique et winsorisés à 1%.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, Fichiers TVA, BIC-RN.

dans ce groupe de forts investisseurs on n’observe pas de rebond significativement plus grand entre le deuxième trimestre et le quatrième trimestre de 2020 pour les bénéficiaires de PGE.

CHAPITRE 3

LA SINISTRALITÉ DES PGE

Ce chapitre étudie la sinistralité des prêts. La partie 1.1. explicite la méthodologie ainsi que les données utilisées pour étudier la sinistralité des PGE. La partie 1.2 étudie la sinistralité et le coût budgétaire *ex ante* des PGE. La partie 1.3 étudie la sinistralité et le coût budgétaire *ex post* des PGE.

3.1 Méthodologie et données utilisées

3.1.1 Données

Les données issues du BODACC. Le Bodacc (Bulletin officiel des annonces civiles et commerciales) du code de commerce, publie les avis prévus par le code du commerce. Ces annonces légales sont émises par les greffes des tribunaux de commerce, les tribunaux civils à compétence commerciale ou les mandataires judiciaires. Le bulletin Bodacc A concerne notamment la prévention des difficultés des entreprises et les procédures collectives. Nous considérons qu'une entreprise est entrée en faillite après le début de la crise sanitaire lorsque l'un des événements suivants s'est déclaré, d'après le BODACC, après le 15 mars 2020 : cessation de paiements, ouverture d'une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire.

Les données sur les taux obligataires. Pour obtenir des informations à haute fréquence sur les taux d'intérêt de marché auxquels se financent les entreprises, nous suivons les taux d'intérêt sous-jacents aux prix d'indices obligataires ICE–Bank of America pour les entreprises émettrices en zone euro pour diverses catégories de notation (de type AAA/AA/A/BBB/BB/B/CCC).

3.1.2 Méthodologie

Les concepts budgétaires mobilisés. Parce qu'une garantie de prêt constitue un engagement de l'État sur plusieurs années et contingent à l'occurrence d'évènements rares de faillite, il existe plusieurs manières de les comptabiliser budgétairement (Lucas, 2004; Mody et Patro, 1996). Dans une comptabilité de caisse ou, suivant nos propres termes, "*ex post*", le coût budgétaire de la garantie s'apprécie au fur et à mesure des déclenchements de garantie à l'occasion d'évènements de défaut et de la perception des commissions de garantie. Dans une comptabilité d'engagement, "*ex ante*", le coût budgétaire de la garantie s'apprécie en estimant la valeur implicite de la garantie offerte à une certaine date aux banques par l'État. La méthode *ex post* a l'avantage de ne reposer sur aucune hypothèse concernant la probabilité de faillite des emprunteurs, mais a l'inconvénient de rendre invisibles les engagements de l'État avant que les défauts mettant en oeuvre la garantie n'adviennent. Il faut donc attendre la fin du prêt garanti pour connaître le coût réel de la garantie. La méthode *ex ante* rend visible le coût complet de la garantie dès le moment où elle est offerte aux banques, mais il faut pour ce faire réaliser de nombreuses hypothèses implicites ou explicites sur le taux de sinistralité anticipé.

Comptabilité *ex post*. Il est d'ores et déjà possible de faire une comptabilité en caisse partielle en prenant en compte les commissions déjà perçues ainsi que les évènements de faillite qui ont déjà eu lieu depuis mars 2020 pour des entreprises qui ont reçu des PGE. Concernant les commissions, nous ne prenons en compte

que les primes dues au titre de la première année du prêt, suivant le barème fixé par l'État et en prenant en compte les caractéristiques de l'emprunteur qui affectent le montant de la commission (chiffre d'affaires et effectifs). Concernant les engagements de garantie, nous faisons l'hypothèse que tout évènement de faillite durant la période allant de mi-mars 2020 à mi-mars 2021 pour une unité légale bénéficiant d'un PGE est concomitant à un engagement de la garantie obtenue par cette unité légale. Conditionnellement à cet évènement de défaut nous faisons aussi l'hypothèse d'un taux de recouvrement de 0 %. En l'absence d'informations sur les flux de paiement de bpifrance aux prêteurs, il s'agit là d'hypothèses volontairement pessimistes pour l'État puisque certains prêts d'entreprises en procédure de faillite ne seront finalement pas en défaut ou auront un taux de recouvrement supérieur à 0 %. Ceci nous permet enfin de calculer, pour chaque PGE, un coût ex-post à mi-mars 2021, brut ou net de primes de garantie.

Comptabilité *ex ante*. Pour établir le coût implicite de la garantie au moment où elle est offerte par l'État aux banques, nous cherchons à en calculer une valeur de marché en répondant à la question suivante : combien la banque prêteuse serait-elle prête à payer l'État pour obtenir une garantie sur un euro de principal prêté à une entreprise donnée ?

Plusieurs approches sont possibles pour parvenir à ce nombre au niveau de chaque prêt. Une première approche, dite "exhaustive", consiste à calculer la probabilité de non-remboursement du prêt à partir de renseignements individuels réguliers sur l'entreprise emprunteuse (cotation Banque de France et exposition de la trésorerie au choc de la crise sanitaire). Une fois cette probabilité calculée, il faut aussi prendre garde au fait que c'est la distribution jointe des évènements individuels de faillite et de l'état général du portefeuille de la banque qui détermine la valeur de la garantie pour la banque : une garantie pour une entreprise qui fait faillite dans 10 % des cas mais pas particulièrement en période de difficultés

pour la banque aura moins de valeur qu'une garantie offerte pour une entreprise qui fait faillite dans seulement 5 % des cas mais uniquement dans des moments où la banque elle-même fait face à des difficultés. Cette distribution jointe doit elle-même être calculée sur un horizon correspondant à la durée du prêt. Cette approche a le mérite de prendre en compte de manière détaillée la situation individuelle de chaque emprunteur par rapport à la crise que nous vivons. Elle a toutefois l'inconvénient majeur que l'estimation d'une probabilité de faillite au niveau individuel est d'ordinaire très difficile compte tenu de la rareté de cet événement (Bharath et Shumway, 2008), mais l'est encore plus dans une période qui ne correspond à aucun des scénarios vécus dans le passé. Compte tenu de cela et du manque de données pour réaliser une estimation précise (faute notamment de pouvoir accéder aux cotations de la Banque de France), nous ne mettons pas en œuvre cette approche exhaustive dans ce rapport, mais nous vérifions que les taux de sinistralité obtenus par les services de la Banque de France suivant cette approche sont similaires aux nôtres.

Notre méthode de valorisation des garanties part du fait que nous cherchons à valoriser un flux de paiement futur (le paiement du principal par l'État) que les banques doivent elles-mêmes valoriser lorsqu'elles accordent un prêt de marché et doivent décider alors d'un taux d'intérêt. Sous l'hypothèse que les prêts sont accordés de manière concurrentielle par les banques, le taux d'intérêt r_i exigé par une banque pour un emprunteur risqué i est tel qu'elle est prête à payer C_i divisé par un plus r_i à la puissance de n pour recevoir C dans n années. En faisant l'hypothèse qu'avec la garantie la banque ne demande pas d'intérêts (ce qui en présence de taux sans risques légèrement négatifs et de quelques frais de gestion paraît vraisemblable) et le principal est remboursé de manière linéaire sur N années, le contrat de prêt spécifie donc pour un principal de montant P un remboursement de P divisé par N chaque année. Sans garantie, la valeur V de ce contrat pour la banque serait l'actualisation des flux de paiement P/N au taux r_i . Avec une garan-

tie de quotité de 100 %, la valeur du contrat pour la banque est égale au montant du principal P . La subvention offerte par la garantie G est donc égale à $P - V$ en brut et à $P - V$ moins la valeur des primes de garantie perçues par l'État sur l'ensemble de la vie du prêt pour obtenir une subvention nette. Si la quotité g est inférieure à 100 %, la garantie G brute s'obtient en prenant le produit de $P - V$ avec g ¹. La sinistralité du prêt quant à elle correspond au rapport entre la valeur de la garantie brute G et le montant du principal P .

Suivant notre méthode, le principal paramètre à obtenir pour chaque firme est ce taux d'intérêt de marché r_i , qui doit rendre compte à la fois du risque spécifique à l'emprunteur et du risque macroéconomique causé par la crise sanitaire. Pour calculer ce taux d'intérêt, nous faisons l'hypothèse que l'écart de taux d'intérêt $r_{i,t} - r_{c(i),t}$ entre une entreprise i qui prend un PGE et une entreprise émettrice d'obligations dans une classe de cotation comparable est resté constant avant et pendant la crise sanitaire. Dans ces conditions, pour une date t' durant la crise sanitaire, on obtient un taux d'intérêt imputé $r_{i,t'}$ avec la formule suivante : $r_{i,t'} = r_{i,2019} + (r_{c(i),t'} - r_{c(i),2019})$. La première composante prend donc en compte le risque de faillite structurel à l'entreprise i , alors que la seconde composante prend en compte l'effet de la crise sanitaire sur les primes de risque propres à la classe de cotation dont fait partie l'entreprise i .

Pour obtenir le taux d'intérêt pré-crise de chaque entreprise, nous utilisons les données comptables de la liasse fiscale. Avec ces données, nous calculons un taux d'intérêt apparent égal aux intérêts versés au cours de l'exercice sur la moyenne des dettes de début et de fin. Pour attribuer une classe de cotation à chaque entreprise, nous comparons ce taux d'intérêt apparent avec la table de correspondance entre cotation Standard and Poors et taux d'intérêt fournis sur le site de Ashwath Damodaran. Il suffit alors d'observer l'évolution du taux d'intérêt obligataire pour

1. Comme pour le niveau des primes de garantie, nous déduisons la quotité garantie des règles du PGE et du chiffre d'affaires et des effectifs fournis par bpifrance.

la classe de cotation à laquelle l'entreprise i pour finalement obtenir un taux d'intérêt de marché pour cette entreprise à n'importe quelle date depuis le début de l'année 2020.

Le deuxième élément à prendre en compte pour calculer la valeur de la garantie est la maturité du PGE obtenu, sur laquelle nous n'avons malheureusement pas d'informations. C'est un paramètre critique : plus la maturité est élevée, plus la valeur brute de la garantie est élevée mais aussi plus les primes de garantie sont élevées. Nous faisons donc l'hypothèse que banques et emprunteurs s'entendent sur un plan de remboursement qui maximise la valeur de la subvention publique nette de commissions (donc un horizon court pour les emprunteurs de qualité, et long pour les emprunteurs à risque).

3.2 Le coût *ex ante* des prêts PGE

Nous commençons par présenter une analyse du coût budgétaire des engagements de garantie PGE, d'une part au moment où ils ont été signés et d'autre part à compter de la mi-mars 2021. Nous utilisons dans les deux cas la méthodologie d'évaluation *ex ante* décrite dans la section précédente et reportons le coût et la sinistralité anticipés en rapport au montant du principal du PGE.

La table 3.1 présente nos estimations du coût budgétaire anticipé des PGE à la date où ils ont été octroyés. Un paramètre important de ce coût est la maturité imputée des PGE (ligne 1), qui est calculé de manière à maximiser la subvention offerte aux prêteurs et aux emprunteurs. La maturité moyenne est de 5,1 années lorsqu'on ne pondère pas par le montant du PGE et de 5,2 années lorsque l'on pondère par le montant du PGE. Pour la plupart des emprunteurs, compte tenu des modalités de quotité et de prime de garantie, il semble avantageux de choisir la maturité maximale, soit six années. Ceci suggère notamment que pour la plupart des entreprises la prime de garantie est basse par rapport à leur profil de risque.

Compte tenu de cette maturité imputée, le taux de sinistralité (ligne 2), de 11,9 % au moment de l’octroi, est très élevé car les taux de marché étaient particulièrement élevés au printemps 2020. Cette moyenne cache toutefois une forte hétérogénéité de la sinistralité anticipée, qui est inférieure à 8,4 % pour la moitié des entreprises et supérieure à 29,7 % pour 10 % des entreprises bénéficiaires. Le taux de subvention brut (ligne 3) est le coût brut de la garantie qui est de 10,7 % en moyenne. Ce taux est mécaniquement moins élevé que le taux de sinistralité dès lors que la quotité garantie est inférieure à 100 %. Le bénéfice budgétaire de ne pas avoir offert une quotité de 100 % à tous les emprunteurs se situe donc autour de 1,2 % du montant des PGE prêtés. Enfin, en ligne 4, le taux de subvention net indique le coût net de la garantie, net du bénéfice des primes de garantie perçues par l’Etat. Ce bénéfice n’est pas négligeable, de 1,6 % du montant du prêt en moyenne (obtenu en soustrayant 9,1 à 10,7), mais il ne compense que très marginalement le coût de la garantie offerte, notamment parce que la prime ne dépend aucunement du niveau de risque des emprunteurs.

TABLEAU 3.1 – Evaluation du coût *ex ante* des PGE à la date d’octroi

	Moyenne non pondérée	Moyenne pondérée par le montant du PGE	1er décile	Médiane	9e décile
Durée du prêt	5,1	5,2	1	6	6
Taux de sinistralité	11,9 %	12,8 %	0,5 %	8,4 %	29,7 %
Taux de subvention brut	10,7 %	11,4 %	0,4 %	7,5 %	26,7 %
Taux de subvention net	9,1 %	9,0 %	0,2 %	5,5 %	24,8 %

NOTE : Seuls sont considérés ici les PGE validés jusqu’au 31 décembre 2020 pour des entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l’année 2019. La maturité des PGE est imputée en faisant l’hypothèse que prêteurs et emprunteurs maximisent le taux de subvention net. Les taux de sinistralité et taux de subvention sont exprimés en rapport au montant du principal de chaque PGE.

SOURCES : fichier de gestion des PGE, DGFIP, ICE-Bank of America.

La table 3.2 présente quant à elle nos estimations du coût budgétaire anticipé des PGE encore actifs à la mi-mars 2021. Pour ce faire, nous considérons comme "inactifs" les PGE correspondant à des entreprises entrées en faillite depuis mars

2020. Le taux de sinistralité anticipé (ligne 1) passe donc en moyenne de 11,9 % à la date d’octroi à 5,0 % à la mi-mars, ce qui correspond grossièrement au niveau de sinistralité récemment calculé par la Banque de France. Cette évolution positive peut être en partie l’effet mécanique de la diminution de la maturité des prêts restant à courir et celui de l’amélioration du niveau de risque structurel (puisque les PGE faillis correspondent en moyenne à des emprunteurs initialement plus risqués). Il s’agit en réalité surtout de l’amélioration des conditions de taux sur les marchés obligataires qui sont désormais quasiment revenus à leurs niveaux antérieurs à la crise sanitaire, reflétant l’amélioration des perspectives macroéconomiques par rapport à la période de forte incertitude du printemps 2020. Le coût implicite de la garantie net de primes baisse lui aussi mécaniquement du fait de la baisse du taux de sinistralité, et représente désormais environ 3 % du montant des PGE. En pourcentage la décroissance est plus prononcée car les primes de garantie n’ont pas baissé une fois que l’avenir macroéconomique s’est éclairci.

TABLEAU 3.2 – Le coût *ex ante* des PGE à la mi-mars 2021

	Moyenne non pondérée	Moyenne pondérée par le montant du PGE	1er décile	Médiane	9e décile
Taux de sinistralité	5,0 %	5,4 %	0,0 %	3,2 %	11,9 %
Taux de subvention brut	4,5 %	4,8 %	0,0 %	2,8 %	10,7 %
Taux de subvention net	3,0 %	2,7 %	-0,6 %	1,0 %	8,9 %

NOTE : Seuls sont considérés ici les PGE validés jusqu’au 31 décembre 2020 pour des entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l’année 2019. Les taux de sinistralité et taux de subvention sont exprimés en rapport au montant du principal de chaque PGE.

SOURCES : FICHER DE GESTION DES PGE, DGFIP, ICE-BANK OF AMERICA.

3.3 La sinistralité *ex post* des prêts PGE

Dans cette section, nous mesurons la probabilité de faillite des entreprises bénéficiaires d’un PGE entre mars 2020 et mars 2021, ce qui nous permet de proposer une estimation du coût budgétaire *ex post* des PGE sur l’année passée.

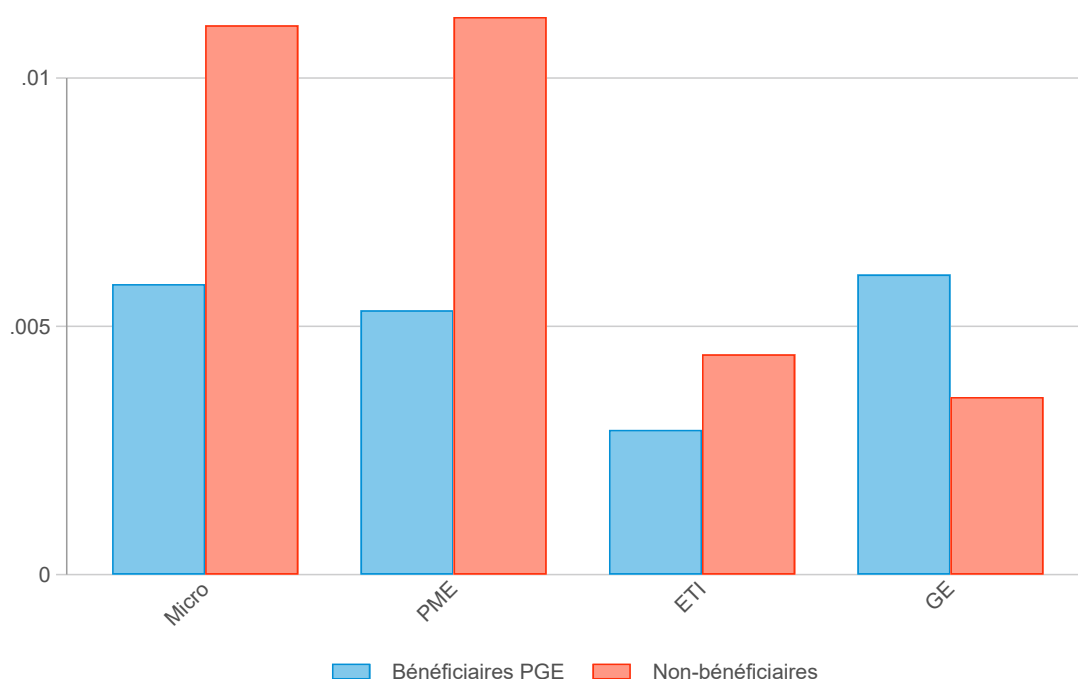
La figure 3.1 représente la fréquence d'évènements de faillite entre mars 2020 et mars 2021 pour les entreprises ayant eu recours à un PGE et celles qui n'y ont pas eu recours, le tout suivant la taille de l'entreprise. Avec une moyenne inférieure à 1 % sur un an la probabilité de faillite s'est révélée très faible sur cette période, ce qui est désormais bien documenté (Cros et al., 2021). En revanche, un fait notable est que la probabilité de faillite s'est révélée plus faible parmi les bénéficiaires d'un PGE, en particulier parmi les TPE et PME, chez qui la fréquence des faillites se révèle deux fois plus faible parmi les entreprises bénéficiaires d'un PGE². Ceci va à l'encontre de la littérature sur les garanties de prêt qui a mis en évidence par le passé un effet aggravateur de la prise d'une garantie sur les faillites, en particulier parmi les jeunes entreprises (Lelarge et al., 2010).

La figure 3.2 représente quant à elle la fréquence des faillites observées suivant le secteur économique d'appartenance. De manière peu surprenante, les faillites sont les plus nombreuses dans l'hôtellerie-restauration, à la fois directement touchée par la crise sanitaire et constituée de petites entreprises qui font plus fréquemment faillite. On observe encore une fois la probabilité de faillite particulièrement faible des détenteurs d'un PGE, y compris et même en particulier dans des secteurs très exposés à la crise sanitaire. Les PGE semblent en quelque sorte écrêter la probabilité de faillite à un niveau très bas, autour de 0,5 %, et ce quelque soit le risque qu'encourerait l'emprunteur s'il n'avait pas de garantie.

La figure 3.3 représente quant à elle la fréquence des faillites observées en fonction de la chute du chiffre d'affaires vécue entre mars et juin 2020, telle que définie dans les sections précédentes. Comme attendu, les faillites sont entre deux et trois fois plus fréquentes dans le cinquième des entreprises ayant subi la plus lourde chute que dans le cinquième des entreprises ayant vécu le mieux cette période. On observe à nouveau la très basse probabilité de faillite des détenteurs d'un PGE, y

2. Compte tenu du très faible nombre de grandes entreprises, la probabilité de défaut supérieure des attributaires d'un PGE parmi cette sous-population doit être interprétée avec prudence.

FIGURE 3.1 – Part des entreprises ayant fait faillite selon leur statut de bénéficiaire ou non d'un PGE, par catégorie de taille



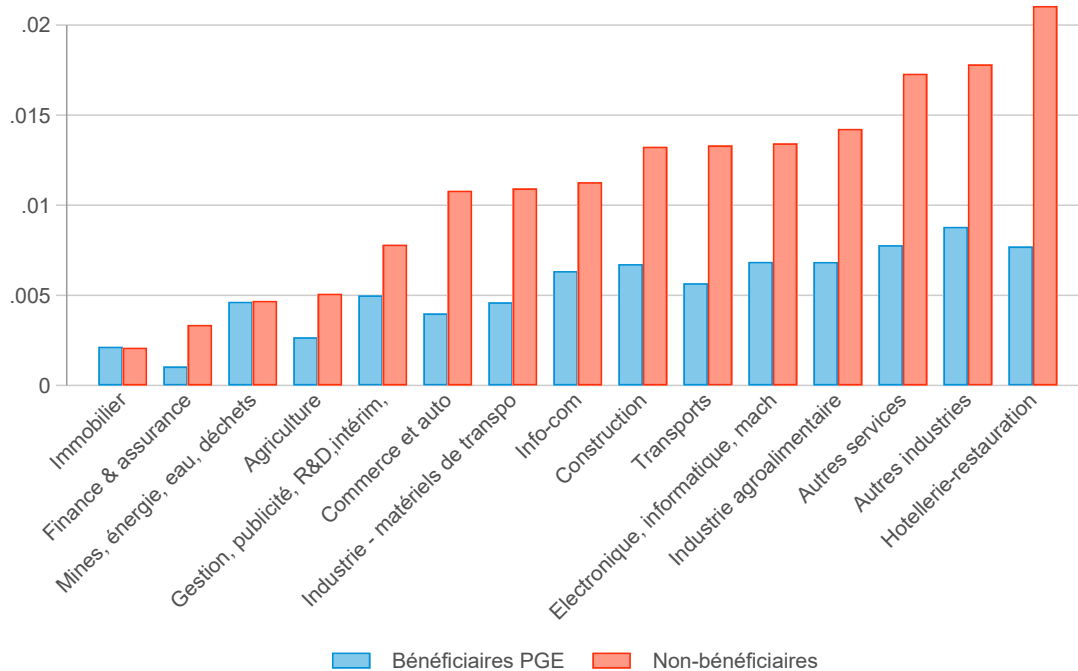
NOTE : La participation au PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020 pour les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. La probabilité est calculée au niveau de l'unité légale et la taille est définie au niveau du groupe.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, BODACC.

compris et même en particulier dans des secteurs très exposés à la crise sanitaire.

Enfin, les figures 3.4 et 3.5 décrivent la fréquence des faillites observées en fonction d'indices de fragilité économique et financière préalables à la crise. Les faillites sont bien plus nombreuses parmi les entreprises qui étaient déjà en mauvaise santé avant la crise, comme cela avait déjà été montré ailleurs (Cros et al., 2021). De manière intéressante, la probabilité de faillite n'est plus basse chez les bénéficiaires de PGE que pour les entreprises figurant parmi les moins rentables en 2019, qui sont aussi et de loin les entreprises qui font le plus faillite. Compte tenu du fait que ces entreprises peu rentables ont aussi eu du mal à trouver un PGE, ce dernier résultat confirme que les banques ont été particulièrement sélectives sur ce type de dos-

FIGURE 3.2 – Part des entreprises ayant fait faillite selon leur statut de bénéficiaire ou non d'un PGE, par secteur



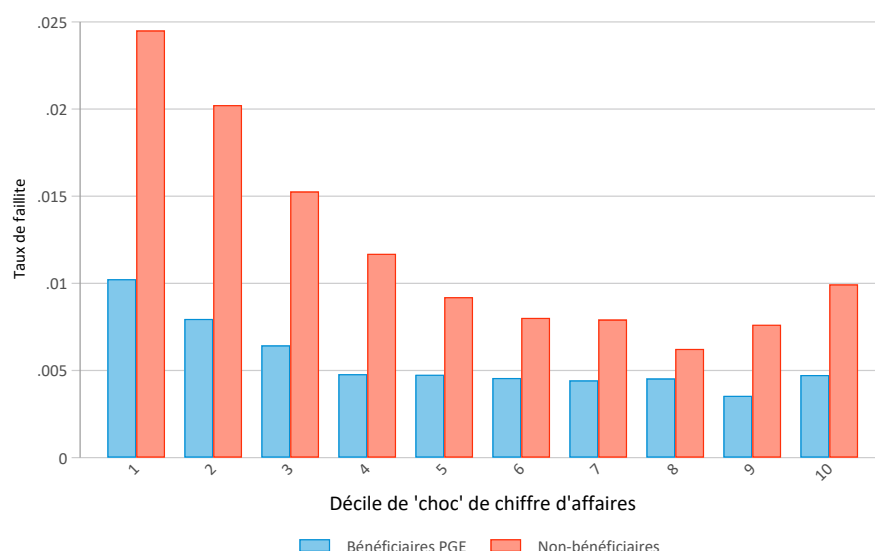
NOTE : La participation au PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020 pour les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. La probabilité est calculée au niveau de l'unité légale et le secteur est défini au niveau du groupe

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, BODACC.

siers. En revanche, l'effet "protecteur" du PGE semble relativement indépendant du niveau d'endettement initial, ce qui indique que les entreprises très endettées préalablement n'ont en fin de compte pas été particulièrement discriminées mais ont pour nombre d'entre elles plutôt désiré ne pas s'endetter plus.

Ces faillites moins nombreuses parmi les bénéficiaires d'un PGE peuvent révéler un effet protecteur du PGE : en apportant des liquidités autrement inaccessibles, le PGE permet de survivre à une crise d'illiquidité causée par la crise. Il peut aussi s'agir d'un effet de sélection : comme déjà montré plus haut, les banques ont évité d'attribuer des PGE aux entreprises les plus risquées. Dans les deux cas, la faible probabilité de faillite des détenteurs d'un PGE serait une bonne nouvelle

FIGURE 3.3 – Part des entreprises ayant fait faillite en fonction de l'exposition au choc du Covid-19 (suivant variation du chiffre d'affaires) et de leur statut de bénéficiaire ou non d'un PGE

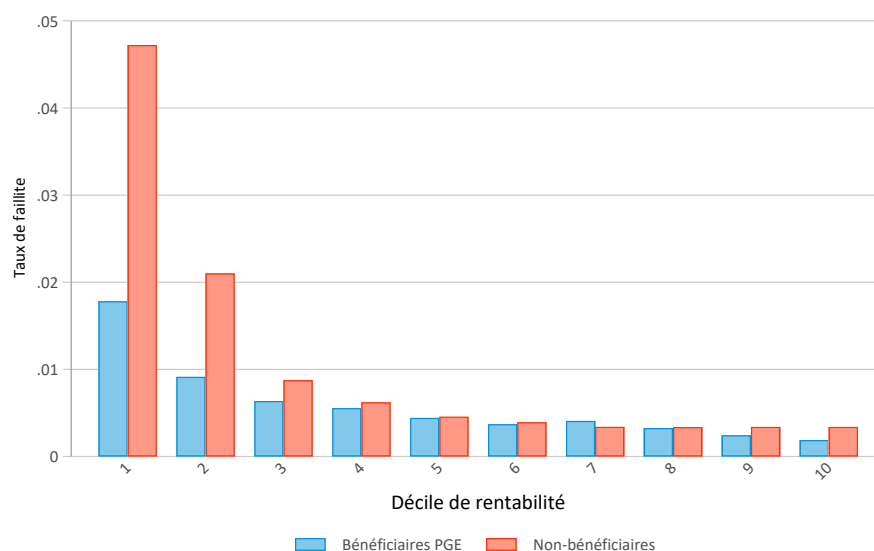


NOTE : La participation au PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020 pour les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. La probabilité est calculée au niveau de l'unité légale et les déciles d'exposition au choc de la crise sanitaire en termes de chiffre d'affaires sont calculés au niveau du groupe.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, BODACC, Fichiers TVA.

pour les finances publiques si elle persistait dans le temps. Dans la table 3.3, nous mesurons le coût budgétaire ex post des PGE à l'aune des faillites observées jusqu'à la mi-mars 2021, en faisant l'hypothèse que ces faillites ont toutes eu lieu plus de deux mois après le décaissement du PGE et provoquent donc la mise en œuvre de la garantie de l'État. Comme déjà indiqué dans les figures précédentes, le taux de sinistralité réalisé s'est situé autour de 0,6 % en moyenne. Comme les faillites ont eu lieu de manière disproportionnée pour des petits montants de PGE, le taux de sinistralité pondéré est plus bas de moitié à 0,3 %. Le taux de subvention brut, qui prend en compte la quotité garantie inférieure à 100 %, n'est que légèrement inférieur au taux de sinistralité tant ce sont des petites entreprises, à quotité proche de

FIGURE 3.4 – Part des entreprises ayant fait faillite en fonction de la rentabilité et de leur statut de bénéficiaire ou non d'un PGE

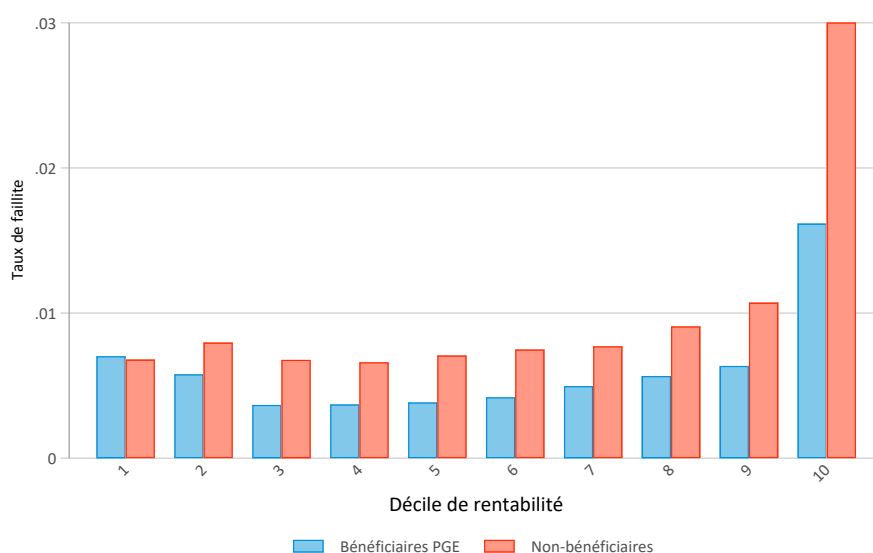


NOTE : La participation au PGE est mesurée jusqu'au 31 décembre 2020 pour les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l'année 2019. La probabilité est calculée au niveau de l'unité légale et les déciles de rentabilité sont calculés au niveau du groupe à partir des données de l'exercice comptable 2019.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, BODACC, Fichiers TVA.

100 %, qui ont fait faillite. Enfin, à ce stade, le taux de subvention net de primes est naturellement encore plus bas, à 0,2 % du montant du principal en moyenne non pondérée et même légèrement négatif, à -0,1 %, en moyenne pondérée. Autrement dit, pour l'État, les flux de trésorerie liés au PGE ne sont pas significativement différents de zéro. Il faut toutefois rappeler que ce coût "en caisse" est probablement voué à augmenter dans le futur au gré de faillites à venir.

FIGURE 3.5 – Part des entreprises ayant fait faillite en fonction de l’endettement et de leur statut de bénéficiaire ou non d’un PGE



NOTE : La participation au PGE est mesurée jusqu’au 31 décembre 2020 pour les entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l’année 2019. La probabilité est calculée au niveau de l’unité légale et les déciles d’endettement brut sont calculés au niveau du groupe à partir des données de l’exercice comptable 2019.

SOURCES : Fichier de gestion des PGE, DGFIP, BODACC, Fichiers TVA.

TABLEAU 3.3 – Le coût *ex post* des PGE à la mi-mars 2021

	Moyenne non pondérée	Moyenne pondérée par le montant du PGE	1er décile	Médiane	9e décile
Taux de sinistralité	0,6 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Taux de subvention brut	0,5 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Taux de subvention net	0,2 %	-0,1 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %

NOTE : Seuls sont considérés ici les PGE validés jusqu’au 31 décembre 2020 pour des entreprises qui ont déposé une liasse fiscale détaillée pour l’année 2019. Les taux de sinistralité et taux de subvention sont exprimés en rapport au montant du principal de chaque PGE.

SOURCES : FICHIER DE GESTION DES PGE, BODACC

CONCLUSION

Ce rapport fournit de nombreux enseignements originaux sur les déterminants du recours au PGE et ses conséquences sur la santé économique et financière des bénéficiaires.

Le recours au PGE a été massif au printemps dernier et a en particulier éliminé le risque d'illiquidité des entreprises les plus exposées à la crise sanitaire. L'étude révèle aussi que ceux qui n'y ont pas pris part comptent à la fois des entreprises initialement en très bonne santé et d'autres en très mauvaise santé dès avant 2020. Le risque d'entreprises "zombies" sauvées par le PGE semble donc exagéré même si, simultanément, le PGE semble avoir protégé ses bénéficiaires de faillites qui autrement auraient été inéluctables.

La structure de bilan des entreprises semble par ailleurs suggérer que le PGE a bien amené de nombreuses entreprises à avoir un niveau d'endettement brut anormalement élevé, mais le risque d'un surendettement causé par le PGE semble pouvoir être écarté une fois pris en compte l'accroissement très notable des liquidités des entreprises, à la fois du fait du PGE mais aussi d'autres mesures de soutien.

Le coût budgétaire du PGE était initialement élevé mais il a largement diminué avec l'amélioration des perspectives économiques du pays. L'étude montre toutefois que le niveau de subvention est en réalité très hétérogène : la garantie offerte aux entreprises peu risquées ou qui ont "épargné" leur PGE ne coûte pas cher par rapport à celles de ces entreprises, certes finalement peu nombreuses, qui ont utilisé le PGE à des fins productives au risque d'augmenter leur endettement

net.

RÉFÉRENCES

- Barrot, J.-N., Martin, T., Sauvagnat, J., et Vallee, B. (2019). Employment effects of alleviating financing frictions : Worker-level evidence from a loan guarantee program.
- Bharath, S. T. et Shumway, T. (2008). Forecasting default with the merton distance to default model. *The Review of Financial Studies*, 21(3), p. 1339–1369.
- Cros, M., Epaulard, A., et Martin, P. (2021). Will schumpeter catch covid-19?
- Davis, S. J., Haltiwanger, J., et Schuh, S. (1996). Small business and job creation : Dissecting the myth and reassessing the facts. *Small business economics*, 8(4), p. 297–315.
- Falagiarda, M., Prapiestis, A., Rancoita, E., et al. (2020). Public loan guarantees and bank lending in the covid-19 period. *Economic Bulletin Boxes*, 6.
- Lelarge, C., Sraer, D., et Thesmar, D. (2010). Entrepreneurship and credit constraints : Evidence from a french loan guarantee program. In *International differences in entrepreneurship*, p. 243–273. University of Chicago Press.
- Lucas, D. (2004). Estimating the value of subsidies for federal loans and loan guarantees. Congress of the United States, Congressional Budget Office.
- Mody, A. et Patro, D. K. (1996). Valuing and accounting for loan guarantees. *The World Bank Research Observer*, 11(1), p. 119–142.

LISTE DES TABLEAUX

1.1	Évolution des caractéristiques des demandeurs de PGE par trimestre 2020	25
2.1	Le poids des PGE par rapport aux actifs des entreprises (échantillons greffe et compustat)	47
3.1	Évaluation du coût <i>ex ante</i> des PGE à la date d'octroi	77
3.2	Le coût <i>ex ante</i> des PGE à la mi-mars 2021	78
3.3	Le coût <i>ex post</i> des PGE à la mi-mars 2021	84

LISTE DES FIGURES

1.1	Part de bénéficiaires par taille	23
1.2	Part de bénéficiaires par secteur A17	26
1.3	Part de bénéficiaires par décile d'endettement	27
1.4	Part de bénéficiaires par décile de rentabilité	28
1.5	Part de bénéficiaires par décile de taux d'investissement	29
1.6	Part de bénéficiaires parmi les entreprises du secteur de l'hôtellerie-restauration	31
1.7	Part de bénéficiaires parmi les entreprises du secteur de l'industrie des matériels de transport	32
1.8	Part de bénéficiaires parmi les micro-entreprises	33
1.9	Part de bénéficiaires parmi les grandes entreprises	34
1.10	Part de bénéficiaires par décile de choc sur le chiffre d'affaires (mars-juin 2020)	36
1.11	Part du montant total de PGE par décile de variation de chiffre d'affaires (mars-juin 2020)	37
1.12	Recours aux PGE selon l'exposition au choc de chiffre d'affaires dans les secteurs les plus touchés	38
1.13	Recours aux PGE selon l'exposition au choc de chiffre d'affaires parmi les micro-entreprises et les grandes entreprises	40

1.14	Recours aux PGE selon l'endettement initial, au sein des déciles extrêmes de variation de chiffre d'affaires	42
1.15	Recours aux PGE selon la part des salariés maintenus en emploi, au sein des déciles extrêmes de variation de chiffre d'affaires	44
2.1	Évolution de la dette et des BFR (échantillon greffe)	49
2.2	Évolution du BFR, avec et sans dettes sociales et fiscales (échantillon greffe)	51
2.3	EBE en incluant ou non les transferts de charges et subventions d'exploitation (échantillon greffe)	52
2.4	Évolution à court terme (juin à septembre 2020) de la dette et des BFR (échantillon Compustat)	54
2.5	Évolution à moyen terme (décembre 2020) de la dette et des BFR (échantillon Compustat, avec information pour décembre 2020) . . .	55
2.6	Endettement brut au delà de la médiane (p 50)	58
2.7	Endettement brut au delà du troisième quartile (p 75)	59
2.8	Endettement brut au delà du neuvième décile (p 90)	60
2.9	Endettement net pour différents seuils	61
2.10	Endettement brut parmi les entreprises ayant déposé des comptes clôturés en décembre	62
2.11	Endettement net parmi les entreprises ayant déposé des comptes clôturés en décembre	63
2.12	Taux d'investissement trimestriel selon le recours à un PGE et la catégorie de taille	65
2.13	Taux d'investissement trimestriel selon le recours à un PGE et le taux d'endettement	66
2.14	Taux d'investissement trimestriel selon le recours au PGE et l'exposition au choc	67

2.15	Taux d'investissement trimestriel selon le recours au PGE et la rentabilité	68
2.16	Taux d'investissement trimestriel selon le recours au PGE et le taux d'investissement en 2019	69
3.1	Part des entreprises ayant fait faillite selon leur statut de bénéficiaire ou non d'un PGE, par catégorie de taille	80
3.2	Part des entreprises ayant fait faillite selon leur statut de bénéficiaire ou non d'un PGE, par secteur	81
3.3	Part des entreprises ayant fait faillite en fonction de l'exposition au choc du Covid-19 (suivant variation du chiffre d'affaires) et de leur statut de bénéficiaire ou non d'un PGE	82
3.4	Part des entreprises ayant fait faillite en fonction de la rentabilité et de leur statut de bénéficiaire ou non d'un PGE	83
3.5	Part des entreprises ayant fait faillite en fonction de l'endettement et de leur statut de bénéficiaire ou non d'un PGE	84

