



CORONAVIRUS : REGARDS SUR UNE CRISE

Dans la série de papiers consacrés à la crise sanitaire et à ses conséquences, Terra Nova propose aujourd'hui une analyse des Gracques sur la meilleure façon d'aider l'outil de production à surmonter les difficultés présentes et à venir. Un grand nombre d'entreprises - et tout particulièrement les TPE et PME - vont en effet connaître non seulement une crise de liquidité, mais aussi très probablement une crise de solvabilité qui nécessitera des apports en fonds propres. Les Gracques font ici plusieurs propositions pour que l'Etat mette en place, à l'instar de notre voisin allemand, une stratégie ambitieuse en la matière. Avec cette contribution, nous poursuivons le débat économique sur la stratégie de sortie de crise et l'ouvrons à nos partenaires.

POUR UNE STRATÉGIE DE FONDS PROPRES

les
Gracques

PROPOSITION DE PLAN DE RELANCE POST COVID POUR PRÉSERVER L'OUTIL DE PRODUCTION ET SAUVEGARDER L'EMPLOI EN FRANCE

10 avril 2020 | Par *Les Gracques*

SYNTHÈSE

Le choc économique exogène massif provoqué par la crise du Coronavirus ne ressemble à aucune des crises précédentes : il ne passe ni par l'industrie financière, ni par des effets de cycles industriels. L'effondrement de la demande provoqué par le confinement affecte en premier lieu le secteur des services, et impacte directement un très grand nombre de TPE, PME et ETI, dont il menace la survie. L'enjeu en termes d'emploi est considérable, sans précédent. Sauvegarder les entreprises pour sauvegarder l'emploi : tel est le défi.

Il pose un problème particulier à l'action publique, qui n'a pas l'expérience de venir au secours des entreprises avec une telle granularité.

La première priorité des pouvoirs publics a été de sécuriser la liquidité du système économique, qui paraît assurée, par les reports d'échéances fiscale et sociales et des prêts garantis par l'Etat, sous réserve que les délais de paiement interentreprises ne viennent pas menacer les sous-traitants les plus fragiles. Nous proposons des mesures de surveillance particulières sur ce point.

Toutefois, le choc ne pourra être absorbé uniquement par des mesures de trésorerie et des prêts, même garantis. Sauf à ce que le tissu de PME ressorte de cette épreuve immobilisé par le surendettement, les entreprises auront besoin, au-delà du chômage partiel, de fonds pour absorber leurs pertes, c'est-à-dire de capital. L'une des principales différences entre les plans allemand et français de sortie de la crise est que le premier prévoit **150 milliards d'euros** d'infusion de capitaux publics dans les entreprises. Cette approche nous semble pertinente, et cette note propose une **stratégie de fonds propres**, permettant d'accompagner les entreprises, le temps qu'elles se relèvent.

Pour les entreprises cotées, nous proposons que les collectivités publiques se dotent d'une enveloppe significative, de plusieurs dizaines de milliards d'euros, pour réaliser des infusions de capital permettant de maintenir l'indépendance des grandes entreprises françaises. Ces "nationalisations partielles" seront réalisées en recourant à des outils simples, actions avec droits de vote, qui assurent que le contribuable bénéficiera du retour à meilleure fortune dans les mêmes conditions que les actionnaires privés.

Dans le secteur du non coté, nous constatons que les fonds de LBO disposent pour l'heure d'une grande réserve de liquidités pour défendre et étendre leurs investissements dans de grandes et moyennes entreprises, et nous pensons qu'un effort particulier doit être engagé pour développer une industrie du capital-investissement capable d'apporter du capital et du quasi capital à destination des PME. Nous proposons des instruments en ce sens, qui associeraient la Caisse des Dépôts, la BPI, les régions et les capacités existantes du secteur de l'investissement.

Pour les TPE et le secteur de l'artisanat, ainsi que pour certains secteurs particulièrement affectés, les subventions sont la manière la plus expédiente de compenser les pertes ; il y a sur ce segment un écart très significatif entre le plan français et le plan allemand, dont il nous paraît important de réduire une partie.

Enfin, dans l'optique de la **préparation de la reprise**, la note aborde les ajustements temporaires à effectuer sur la réglementation prudentielle des acteurs financiers, les dispositions particulières à prendre pour le secteur de la construction et de la rénovation écologique, et la question d'une incitation temporaire à l'investissement et au renouvellement des emplois temporaires.

L'ensemble de ces mesures ne visent qu'à maintenir en état l'appareil productif, les emplois et les compétences. La note ne prend pas position à ce stade sur la question complexe de la relance de la consommation, qui est actuellement bloquée par le confinement, et dont on ne sait pas encore mesurer l'ampleur. Toutefois, les toutes premières indications font apparaître le risque d'un effet récessif plus important que prévu initialement du fait d'une remontée lente de la demande. Il faudra les affiner en fonction de différents éléments, notamment les hypothèses de déconfinement en France et chez nos principaux partenaires. A ce stade encore préliminaire, notre recommandation est d'accompagner le maintien en état de l'appareil de production de mesures ciblées sur les personnes les plus en difficultés et les ménages modestes. Le risque à prévenir est celui de la combinaison d'un comportement de surépargne de la part de ceux qui en ont la capacité et de sous-consommation pour les plus démunis.

1. UN CHOC SANS PRÉCÉDENT

La stratégie de confinement, en réponse au Covid 19, s'est imposée dans la presque intégralité du monde développé et émergent. C'est la première fois que l'humanité réagit de la sorte à une épidémie, en acceptant, pour sauver des vies, un quasi-arrêt d'une très grande part de l'économie pendant plusieurs semaines ou mois : **il y a donc peu de crises auxquelles comparer la situation actuelle.**

Les crises cycliques qui se produisent régulièrement affectent particulièrement l'industrie et le secteur exposé à la concurrence internationale, tandis que les services amortissent en général le choc. Les crises systémiques de 1929 et 2008 étaient endogènes, et d'origine largement financière, contaminant le reste de l'économie par le canal des effets de richesse et du resserrement du crédit.

La séquence liée au choc exogène et brutal que constituent le confinement et sa sortie progressive ne ressemblera à rien de tout cela. L'effondrement du PIB viendra en premier lieu des services marchands, alors qu'il est probable que le secteur industriel pourra revenir plus tôt à la normale. Le secteur financier a été considérablement re-réglementé depuis 2009, il s'est doté de marges significatives de capital, et bénéficie de la politique de liquidité de la banque centrale : il n'est pas le sujet d'inquiétude principal à court terme.

Il y a lieu d'espérer que la dépression de la demande soit rattrapée dans un certain nombre de secteurs (comme les biens durables), et certains secteurs n'auront pas les capacités de répondre au surplus de demande de l'après confinement ; ceci devrait permettre d'étaler le rebond de l'activité, comme après mai 1968. D'autres secteurs en revanche, fortement contributeurs à l'emploi et à la balance des paiements (tourisme, hôtellerie restauration, transports, événementiel), risquent de devoir faire face à une dépression beaucoup plus durable.

Ce qui est certain, c'est que les symptômes et les stigmates de la crise se diffuseront de façon beaucoup plus rapide et beaucoup plus granulaire dans le tissu économique que lors des crises précédentes, affectant immédiatement les entreprises individuelles, les PME et les ETI autant, sinon plus, que les grands groupes. Cette immédiateté est évidemment amplifiée par l'effet de loupe des médias et des réseaux sociaux, omniprésents comme jamais, qui altère la confiance des acteurs économiques, des salariés et des très petites entreprises.

Cela pose une difficulté à l'action publique, qui a l'expérience des outils pour venir à la rescousse, dans l'urgence et sans créer trop d'aléa moral, des institutions financières et des grandes entreprises stratégiques, mais beaucoup moins des TPE/ PME.

2. UN PLAN DE SOUTIEN FRANÇAIS INCOMPLET AU REGARD D'AUTRES PAYS

La note jointe compare et classe par nature les annonces de différents pays européens concernant les mesures économiques mises en place pour faire face à l'épidémie. Si le volume total des mesures françaises (2 % du PIB) se situe dans la moyenne des Etats européens, elles sont constituées pour les trois quarts de mesures relatives aux délais de paiement. Elles sont par ailleurs complétées par la mise à disposition de 300 milliards d'euros de garanties d'Etat à des prêts bancaires nouveaux aux entreprises, à hauteur d'un maximum de 25 % de leur chiffre d'affaires.

En comparaison avec le paquet allemand, on observe que la garantie d'Etat sur des prêts bancaires, la prise en charge du chômage partiel et le renforcement du système de santé sont à la taille respective des deux économies. Mais l'Allemagne prévoit en plus 50 milliards d'euros pour un fonds de solidarité pour les TPE et assimilés, contre 1,5 milliard pour la France (hors contribution des assureurs), et un maximum de 100 milliards de prises de participation dans des entreprises, ce qui n'est pas encore décidé en France.

Ceci peut s'expliquer culturellement par l'importance attachée au tissu industriel en Allemagne et par l'expérience acquise lors de la Réunification, qui a conduit à la gestion de participations publiques dans des entreprises moyennes à restructurer.

Il n'en reste pas moins que cette approche volontariste sur le bilan des entreprises nous paraît tout à fait pertinente dans les circonstances particulières de la crise du Covid. Elle fait contraste avec les mesures de trésorerie, qui sont, elles, correctement dimensionnées et distribuées.

3. UNE RÉPONSE PUBLIQUE CENTRÉE SUR LE MAINTIEN DE LA LIQUIDITÉ

La réponse des autorités publiques assure bien le maintien immédiat de la liquidité, sous réserve d'une attention particulière à porter aux délais de paiement interentreprises

La BCE assure la liquidité des banques par sa politique de taux et d'éligibilité des titres mis en pension. Les grandes entreprises disposaient de lignes de crédit confirmées et non tirées qu'elles ont en général tirées dès le début de la crise, ou qu'elles vont tirer, sans que les banques puissent à ce stade évoquer la clause de force majeure des contrats. Ainsi les grands acteurs sont-ils dotés de coussins de liquidités qui leur permettent de « voir venir ».

Les PME bénéficient, grâce au plan gouvernemental, de l'accès aux prêts garantis, sous certaines conditions (que la Commission européenne vient d'assouplir) pour financer leur perte d'exploitation. Mais cela ne servira à rien si elles doivent en plus financer un fond de roulement supplémentaire lié à l'allongement des délais fournisseurs. Or, on sait qu'en cas de crise les grandes entreprises se protègent en gérant « cash » et en retardant les délais de paiement de leurs fournisseurs.

Le législateur a beaucoup légiféré sur ce sujet, avec un succès limité car les PME fournisseurs n'aiment pas mettre en danger les relations commerciales avec les payeurs tardifs. Le moment est sans doute venu, au moins pour le temps de la crise, d'imposer le respect de la loi (paiement à 30 jours dans le silence du contrat, 45 jours fin de mois ou 60 jours maximum). Les mesures suivantes pourraient être envisagées :

- charger les commissaires aux comptes d'analyser cette année en annexe du rapport annuel, pour les entreprises d'une certaine taille, le montant en nombre de jours des dettes fournisseurs à la fin de chacun des mois à partir de mars et jusqu'à juin de façon à rappeler que la loi ne doit pas être respectée seulement en fin d'exercice ;

- accroître significativement les sanctions pour une période transitoire allant jusqu'à la fin de l'année : par exemple, passer les amendes administratives DGCCRF de 2 millions maximum à un pourcentage du CA et/ou l'indemnité forfaitaire pour frais de recouvrement de 40 euros à 5 % de la facture (avec un plafond à 5000 euros par exemple) ;
- pratiquer une politique de « *name and shame* » pour les groupes qui tirent avantage de la crise sur leurs fournisseurs, et valoriser à l'inverse les initiatives comme celle d'Orange, qui a décidé de pratiquer le mouvement inverse.

4. FAIRE FACE AUX PERTES NON RECOUVRABLES PAR L'APPORT EN CAPITAL ET LES SUBVENTIONS

Au-delà des mesures de trésorerie, la nature du choc nécessite la mise en place d'instruments permettant aux entreprises de faire face aux pertes non recouvrables : outre le chômage partiel, il s'agit essentiellement d'apports en capital, ou dans le cas de certaines très petites entreprises, de subventions.

4.1. La formule de garanties des prêts par l'État a l'avantage de ne pas peser immédiatement sur les comptes publics. Mais elle était mieux adaptée au traitement de la crise financière, en tant qu'elle stoppait les risques de panique bancaire et maintenait la confiance dans quelques grandes institutions financières, qu'au redressement d'un réseau diffus d'entreprises industrielles ou de services et de PME.

En outre, les garanties ne fonctionnent que dans la mesure d'un levier d'endettement acceptable. Or :

- la crise survient à un moment où l'endettement des entreprises non financières est élevé. La part de l'endettement des sociétés non financières dans le PIB a augmenté de 12 points en France entre 2010 et 2018, alors qu'elle baissait de 3 points en zone euro. Le ratio français est désormais supérieur de 11 points à celui de nos voisins. Si la progression des fonds propres permet à ce stade de contenir l'évolution des leviers, ces derniers ne sont toujours pas revenus au niveau de 2007, contrairement à ce qui est observé en Allemagne, en Espagne ou aux États-Unis. Le taux d'endettement financier net^[1] se situe ainsi autour de 45 % d'après les données du Haut Conseil de stabilité financière. Le refinancement progressif du stock de dette dans un environnement de taux bas a certes permis de diminuer le poids de la charge de la dette dans le résultat brut de près de 5 points depuis 2011 mais ce dernier reste assez élevé en niveau (13,7 % en 2017 d'après les données Fiben de la Banque de France) et il est très sensible à une remontée des taux.

[1] Taux d'endettement financier net = endettement financier net de la trésorerie à l'actif / capitaux propres

- la crise va dégrader significativement la trésorerie, les ratios d'endettement et les capitaux propres. Une entreprise rentable faisant une marge d'exploitation de 5 à 10 % de son chiffre d'affaires et dont l'activité s'arrête deux mois, même bénéficiant du chômage partiel, va se retrouver en perte d'exploitation sur 2020 si elle ne peut pas rattraper le manque d'activité. Ses capitaux propres deviendront négatifs s'ils ne sont pas suffisants pour absorber cette dette ; elle ne dégagera pas de cash pour honorer les échéances de sa dette existante, et moins encore pour investir.
- les prêts nouveaux consentis par les banques et garantis par la BPI dans la limite de 25% du chiffre d'affaires risquent, pour les entreprises qui les utiliseraient largement, de ne pas pouvoir être remboursés sur les 1 à 5 ans que prévoit le plan. En effet, ajouter 20 ou 25% du chiffre d'affaires à une dette, c'est ajouter une dette égale à 2 à 5 fois l'excédent brut d'exploitation, et 5 à 10 fois le flux de trésorerie disponible après investissements de maintenance. Une telle dette, si elle s'ajoute à des dettes bancaires existantes et à une tension sur le fond de roulement n'a aucune chance d'être apurée dans le délai de 5 ans envisagé. Ceci illustre le fait qu'il ne s'agit pas, pour beaucoup d'entreprises, d'une crise de liquidité mais d'une crise de solvabilité.
- enfin, pour les secteurs les plus touchés, la baisse d'activité durable imposera des restructurations, qui elles aussi devront être financées.

Pour toutes ces raisons, il convient que la France, comme l'Allemagne, se dote d'instruments permettant d'apporter de l'equity à notre tissu d'entreprises. Il existe déjà un système de fonds PME en place dans les régions, mais l'action en capital dans les Länder allemands constitue un paradigme à part.

4.2. On rappelle que l'apport en *equity* présente deux avantages pour l'État :

- il n'a pas d'effet sur le déficit public, car il s'agit d'une opération financière en comptabilité nationale ;
- il n'est pas un coût pour les finances publiques à moyen terme s'agissant des entreprises dont le modèle d'activité est viable et offre des perspectives de plus-value à la revente.

Cela dit, il convient de distinguer le cas des entreprises cotées, pour lesquelles existent une valorisation de marché, et une meilleure perspective de retour à la liquidité pour l'investisseur, et le cas des entreprises non cotées, qui pose des problèmes spécifiques.

5. L'APPORT EN FONDS PROPRES AUX ENTREPRISES COTÉES

S'agissant des entreprises cotées, les entités publiques (Caisse des Dépôts, APE, BPI, etc.) ont l'expérience de la participation à des recapitalisations d'urgence, à travers des instruments d'actions avec ou sans droit de vote, classiques ou de préférence, ou des instruments intermédiaires type obligations convertibles ou quasi *equity*. Les compétences pour les assister dans ces opérations sont facilement accessibles sur le marché du conseil.

Ces institutions pourraient et devraient s'associer à d'autres opérateurs financiers de la place, selon des formules qui ont montré leur efficacité pour d'autres objectifs ces dernières années (fonds Afrique Invest, fonds Cathay Innovation). Un relâchement temporaire des contraintes liées à Solvabilité 2 (charge en fonds propres de 39% sur le côté) permettrait à cet égard une implication plus forte des assureurs dans le financement en fonds propres.

Dans ce type de situations, la principale préoccupation est de choisir des modalités qui permettent d'éviter que les fonds publics, même dans des conditions où il n'y a pas d'aléa moral, ne viennent combler les pertes d'aujourd'hui sans prendre leur part aux profits de demain.

Ce point est particulièrement sensible. Souvenons-nous de l'exemple du plan de soutien aux banques de 2009, qui prenait pour l'essentiel la forme de garanties accordées par l'Etat et rémunérées par leurs bénéficiaires : la très grande majorité de l'opinion n'a toujours pas réalisé que l'Etat avait été gagnant dans cette opération.

Réciproquement, les actionnaires des entreprises y faisant appel seront sensibles à l'effet de dilution, ce qui garantit qu'il n'y aura pas d'excès dans le recours au financement externe dans la mesure où il est effectivement rémunéré.

C'est pourquoi il nous semble qu'il faut :

- privilégier les instruments simples, c'est-à-dire des actions simples avec droit de vote, investies à un cours « post crise », qui seront revendues sur le marché une fois la crise passée, extériorisant le profit pour l'Etat. Pour la même raison, les propositions de prêts subordonnés, à très long terme et / ou à très bas taux, qui ont pour effet de faire participer les entités publiques aux risques d'aggravation de la situation sans qu'elles bénéficient à due concurrence de l'effet de retour à meilleure fortune, nous semblent devoir être écartées dans toute la mesure du possible, la rémunération de marché de ces instruments "asymétriques" étant difficile à calculer.

Le choix d'actions simples à droit de vote vise d'ailleurs à permettre une revente aisée de ces instruments une fois la situation revenue à la normale ; elle ne doit pas conduire à "politiser" l'exercice des droits de vote dans les entreprises cotées, ce qui peut s'obtenir soit par une renonciation temporaire de l'Etat à l'exercice de ces droits de vote, soit par leur exercice par une entité ayant des devoirs fiduciaires propres visant à maximiser la plus-value de l'intervention pour la collectivité.

- **procéder à travers un fond spécifique ou une entité du Groupe BPI/CdC**, pour permettre au politique de ne pas être en première ligne sur la décision d'investissement.
- **si possible**, et à condition que cela ne ralentisse la décision d'investissement, **associer ces fonds à des capitaux privés** – par exemple fonds souverains, et fonds correspondant à des provisions de très long terme gérés par des entités publiques et parapubliques (démantèlement centrales nucléaires, retraites complémentaires, etc.), qui ont clairement un intérêt à accroître maintenant leur exposition actions.
- et naturellement **mettre en place une conditionnalité appropriée**, pendant les quelques exercices suivant l'intervention publique, pour que l'opération soit acceptée par l'opinion, sur trois points essentiels : 1/ la modération des dividendes ; 2/ une certaine modération de la rémunération des dirigeants ; 3/ l'absence de décision de nouvelles délocalisations. Ces conditions sont à négocier selon les spécificités de chaque entreprise.

6. L'APPORT EN FONDS PROPRES À DES ENTREPRISES NON COTÉES

Il convient de distinguer plusieurs situations différentes : les sociétés déjà en LBO, ou susceptibles de recourir à ce type de structure ; les PME familiales ; les TPE.

6.1. S'agissant de sociétés actuellement détenues par des fonds de LBO, nous pensons qu'il est préférable que l'État n'intervienne pas dans la discussion qui se mettra en place entre les fonds de LBO et les banques. **C'est la responsabilité des fonds** que de recapitaliser leurs participations en cas de besoin, même s'il est souvent pour eux difficile de mélanger des sources d'investissement correspondant à des générations d'investisseurs différentes.

Pour ceux qui choisiront de céder leurs participations, les fonds de la BPI ou de la CDC pourront le cas échéant participer à une recapitalisation au côté des banques, ce qui nous ramène au cas suivant.

6.2. S'agissant du marché du nouveau LBO *large capet mid cap*, ce segment n'est pas forcément prioritaire du point de vue de la politique publique, par rapport aux deux autres objectifs que sont d'une part le maintien de l'indépendance des groupes cotés en situation de dépression des prix des actifs, et d'autre part le besoin d'equity du tissu de PME.

Il faudra faire le point à la rentrée sur les nouveaux équilibres du marché : prix des actifs réduits en raison de résultats plus faibles et de la montée des coûts de financement, impact sur les nouvelles levées de l'effet de perte de patrimoine des investisseurs, etc. Pour le moment, les fonds LBO large et mid cap ont plutôt beaucoup de réserves de liquidités qui doivent leur permettre de faire redémarrer les transactions aux nouveaux prix. Le cas échéant, si la BPI choisissait d'accroître là aussi sa taille de bilan dans cette période, en investissant aux côtés des investisseurs privés de façon homothétique, il est probable qu'elle aurait l'occasion de « faire des affaires » – ce qui est une bonne chose, à condition de faire un mouvement inverse de réduction de la taille de son bilan une fois l'embellie revenue (ce qui n'a pas été le cas dans le précédent cycle).

6.3. S'agissant du capital risque et des start up, nous n'avons pas de remarque à faire sur le plan très rapidement mis en place par la BPI et le Gouvernement et qui assure, sous forme d'obligations convertibles, une sorte de relais des tours de table incomplets, sous réserve d'un engagement minimum des actionnaires. Il ne faut pas se cacher que ce secteur va devoir revenir à des valorisations et des horizons de rentabilité moins exubérants, ce qui était de toutes façons souhaitable ; l'enjeu correspondant est limité en termes d'emplois par rapport aux autres segments.

6.4. Quant au tissu des PME familiales non cotées, c'est un enjeu essentiel que de trouver les instruments d'equity appropriés, ce qui n'a jamais encore été fait dans un cadre public, et très insuffisamment dans un cadre privé.

A titre indicatif, l'Allemagne annonce être prête à consacrer 100 milliards d'euros à ce type d'opérations en capitaux permanents, avec des instruments très divers et à destination d'un périmètre d'entreprises très large : toutes les entreprises de plus de 50 M€ de chiffre d'affaires et 249 salariés, remplissant certaines conditions.

Il est probable que la France n'aura pas à mobiliser de telles sommes, ne serait-ce que parce que son tissu de PME est moins dense. Surtout, il importe de prendre en compte les particularités du marché français.

Le marché du private equity small caps, notamment minoritaire, est un très petit marché, essentiellement pour deux raisons :

- **le coût d'analyse et de suivi des dossiers est élevé en proportion des sommes engagées** : l'instruction d'un dossier d'une entreprise valant 15 millions d'euros, pour y investir 5 millions, ne demande pas dix fois moins de temps et d'argent que l'étude d'une entreprise valant 150 millions, pour y mettre 50 millions. En conséquence, si la norme de frais de gestion à 2% des fonds sous gestion est facile à respecter pour les fonds big cap et mid caps, elle ne l'est pas pour les fonds small caps ;
- **la réticence des patrons de PME à accueillir dans leur capital des actionnaires à qui il faut donner un horizon de liquidité, voire un certain contrôle** : faute de projet d'introduction en bourse ou de revente à terme, le dirigeant de PME préfère en général recourir à des instruments de dette – et combiner le maximum de dette amortissable sur un horizon de 5/7 ans avec une forme de financement in fine, qu'on peut appeler dette ou *equity*, mais que le chef d'entreprise veut pouvoir refinancer le moment venu dans des conditions prédéfinies. En pratique, le seul produit d'*equity* que reconnaissent les patrons de PME est un produit de type obligations convertibles, ou actions de préférence, rachetable à la main de l'émetteur, à des conditions convenues et après une certaine période.

De nombreuses PME ont été financées avec des produits de ce type, à hauteur d'environ 1,3 milliards d'euros par an pendant toute la période où la loi TEPA avait créé un dispositif d'incitation fiscale à l'investissement en fonds propres dans les PME[2].

Les dispositifs TEPA ont été justement critiqués, en ce qu'ils créaient des rentes de situation au profit des gestionnaires qui avaient un ratio de frais de 5 à 7 % des encours, soit, sur une durée de 6 à 7 ans, la quasi-intégralité de l'avantage fiscal.

Néanmoins, il est souhaitable et urgent de recréer un flux d'investissement en produits de ce type (dette in fine subordonnée et quasi equity) investis dans des PME, pour des montants unitaires de 100.000 euros à 3 ou 4 millions d'euros.

[2] Les PME qui ont été financées par les fonds ISF l'ont été dans des conditions très analogues à celles d'une dette déguisée en *equity*. Le principe : les sociétés de gestion type Audacia, organisaient, par investissement, des transactions où des centaines de particuliers investissaient sur la base de la promesse suivante : pour 1 euro investi en action de la PME proposée, 6 ans plus tard, la PME leur "rendrait" une somme prévue à l'avance de l'ordre de 1,2/1,3 euros ; pas plus si la société réussissait bien, puisque le majoritaire pouvait racheter les actions à 1,2/1,3 euros ; moins bien sûr si l'entreprise faisait faillite, ou ne se vendait pas assez cher pour rembourser l'apport. Les PME devaient alors prendre l'engagement, 6 ans plus tard, de "rembourser" ces sommes aux investisseurs, à peine que la société soit mise en vente à 100 %, et entre temps elles devaient payer 4 % par an du montant investi à la société de gestion (pas à l'investisseur). Le souscripteur était ravi car 0,5 euro était immédiatement défiscalisé, et il pouvait espérer avec les « 0,5 euro restant à risque » faire 2x sa mise "sans nécessairement (grand) risque" en fait... car les sociétés choisies étaient en général, profitables, relativement anciennes et familiales, comme il est approprié pour un bon risque-crédit.

Il faut combiner plusieurs leviers :

1) **D'abord compenser par des aides ou des avances publiques les surcoûts de gestion des investissements en *small caps*.** Cela peut se faire soit par des mécanismes de **subventions aux équipes de gestion**, qui seront beaucoup moins coûteuses que des aides fiscales (par exemple 2 % des encours sous gestion sur les tickets de moins de 5 millions d'euros), soit par **des prêts subordonnés aux sociétés de gestion** remboursables sur un partage des plus-values. Par exemple, une entité publique pourrait apporter aux sociétés de gestion une avance remboursable correspondant à 10% des investissements éligibles (tickets de moins de 3 ou 5 millions d'euros investis en produits qualifiant de fonds propres) dans des entreprises en dessous d'une certaine taille. Les sociétés de gestion, comme il est d'usage dans le capital investissement, se rémunèreraient autour de 2% des encours et de 20% des plus-values. Les avances remboursables seraient remboursées en fonction de l'intéressement aux plus-values (rétrocession de plus-value) pour 50% de son montant à hauteur de l'apport initial. La CDC et la Banque de France pourrait être chargée d'homologuer les équipes de gestion en fonction de leurs compétences et de l'engagement pris de respecter une certaine charte (plafond par investissement, modération des rémunérations, etc.). **Les entités consentant ces subventions ou ces avances pourraient être soit la BPI, soit les régions** pour les investissements dans leur ressort, sous réserve que les équipes de gestion restent indépendantes dans le choix des investissements et intéressées à leur performance (ce qui est la règle d'or du capital-investissement).

2) **Stimuler l'investissement dans les fonds PME** : on pourrait renforcer la réduction d'impôt sur le revenu Madelin pour les investissements dans les jeunes PME, en relevant temporairement les limites annuelles dans lesquelles les versements sont pris en compte (fixées à 50 000 euros en direct et 18 000 pour les fonds) ; mais cette solution nous paraît plus coûteuse que celle consistant à subventionner directement des sociétés de gestion *small caps*, ou a fortiori à leur consentir des avances remboursables.

3) **Encourager les institutionnels à financer et à amorcer des fonds et des sociétés de gestion spécialisés sur ce segment.** Il existe déjà un certain nombre de fonds, souvent à vocation régionale ou interrégionale auxquels la Caisse des Dépôts apporte sa garantie à travers France Investissement Garantie. Ces fonds sont gérés ou soutenus par la BPI. Il convient d'encourager et de démultiplier ce type de fonds, et de garantir que les compétences et les règles de bonne gestion y sont mises en œuvre. Les instruments à utiliser doivent être diversifiés : les chefs d'entreprise préféreront souvent des instruments hybrides mais plus légers et plus souples en gestion, comme du leasing d'équipements industriels, du lease-back, de la mezzanine, des convertibles, etc.

Les compétences existent : on pourrait les mobiliser par le détachement de cadres ou anciens cadres de banques régionales; l'engagement d'adhérents de France Invest (organisation professionnelle du capital investissement), de gestionnaires d'actifs, auditeurs et conseils en stratégie pour l'établissement des plans d'affaires, que les régions pourraient subventionner.

Pour autant, il est essentiel que les sociétés de gestion qui seront mises en place soient indépendantes des institutionnels, et particulièrement des banques et des autorités politiques régionales, et répondent aux caractéristiques exigées par le régulateur pour les sociétés de gestion en capital investissement : indépendance de l'équipe de gestion dans le choix de ses investissements ; collégialité ; engagement de l'équipe sur un terme aussi long que celui des investissements ; rémunération de l'équipe dépendant essentiellement du dénouement à terme.

6.5. Pour les très petites entreprises, artisans, commerçants et assimilés, les outils pertinents d'absorption des pertes sont les subventions pures et simples.

Le fonds de solidarité mis en place en France et doté de 1,5 milliard d'euros (hors contribution des assureurs) pour les TPE, indépendants, micro-entrepreneurs et professions libérales s'inscrit dans cette logique mais n'est pas à l'échelle. Rappelons que les 2,1 millions de TPE du secteur marchand représentent à elles seules 17% de la valeur ajoutée (176 milliards d'euros) et 15% des investissements (30 milliards d'euros) en France. À titre de comparaison, le fonds allemand est doté de 50 milliards d'euros pour ce type d'entreprises.

Le sous-dimensionnement du fonds de solidarité se traduit par un niveau de subvention peu élevé (1500 euros, avec une majoration possible de 2000 euros), contre 9 000 à 15 000 euros en Allemagne ; et des critères d'accès très stricts (fermeture administrative ou perte de chiffre d'affaires de 70 % initialement, ramené à 50 % maintenant).

Le formalisme de ce type de subventions sera par nature limité. Les succursales de la Banque de France, qui ont une connaissance intime du tissu local, pourraient être mises à contribution pour orienter les choix sectoriels.

Surtout, il apparaît nécessaire de rehausser très significativement l'enveloppe globale et les plafonds de subventionnement. Le critère de perte de chiffre d'affaires pourrait être de nouveau assoupli. Afin d'éviter les effets d'aubaine, le niveau de la subvention devrait être modulé en fonction de cette perte.

À titre d'ordre de grandeur, attribuer une aide de 5 000 à 10 000 euros aux seules TPE situées dans les secteurs pour lesquels l'Insee estime que la perte d'activité durant la première semaine de confinement est supérieure à 35 % nécessiterait une enveloppe d'environ 10 milliards d'euros. Les plus-values réalisées sur les recapitalisations publiques pourraient permettre, à terme, de compenser une part substantielle du coût des subventions pour les finances publiques.

Pour autant, les avances remboursables et prêts d'honneur restent également des outils qu'ils convient d'envisager concernant le soutien aux TPE.

6.6. Enfin, dans les secteurs les plus touchés de l'économie, pour lesquels la perte d'activité ne paraît pas rattrapable, des dispositifs « sur-mesure » de socialisation des pertes devront être mis en place pour permettre à ces secteurs de survivre.

Le Danemark a par exemple mis en place un fonds de soutien spécifique pour le secteur de l'évènementiel, validé par la Commission européenne, qui prend en charge les pertes liées à l'annulation des manifestations de plus de 1 000 personnes. L'accès à ces dispositifs sectoriels ne serait pas cumulable avec les aides du fonds de soutien de droit commun.

7. LA PRÉPARATION DE LA REPRISE

7.1. La capacité de rebond de l'économie en sortie de confinement sera décisive sur le plan macroéconomique. Le plan de soutien visant à préserver le tissu productif pendant la phase de confinement devrait être accompagné d'un « pré-engagement » sur des mesures de relance ciblées sur l'investissement et l'emploi non durable.

Pour un choc initial sur l'activité de même ampleur pendant le confinement, la croissance 2020 peut varier de près de 7 points selon la vitesse de rattrapage au second semestre (voir annexe 2). Il est donc primordial de préparer dès aujourd'hui la reprise, afin que l'économie retrouve au plus vite son niveau de production d'avant-crise et rattrape une partie du « terrain perdu » entre mars et avril. Cela permettra de préserver les finances publiques et de minimiser la dimension des outils de socialisation des pertes des entreprises.

Aussi, nous recommandons d'annoncer dès à présent de premières mesures de relance ayant vocation à s'appliquer dès le confinement levé, dans une logique keynésienne proche de celle des plans de 2008-2009.

Ces mesures pourraient être votées dès le prochain projet de loi de finances rectificative, avec une date d'entrée en vigueur différée à la levée du confinement, afin d'envoyer un signal clair aux acteurs économiques sur la volonté gouvernementale de soutenir la reprise.

À ce stade, nous ne recommandons pas de mesure de grande ampleur pour stimuler la demande des ménages. Il est possible que celle-ci reparte « naturellement » une fois le confinement levé, dans une logique de substitution intertemporelle (face à un choc d'offre négatif, les ménages épargnent en vue de différer leur consommation) ; ou au contraire qu'elle soit durablement déprimée, du fait de la perte de revenus pour certains ménages et des comportements de précaution liés à l'incertitude macroéconomique. Dans l'attente d'un diagnostic précis sur la vitesse de la reprise de la consommation, il n'est donc pas recommandé de s'engager dès à présent sur de fortes mesures de relance de la consommation – et ce d'autant plus que celles-ci devront tenir compte en parallèle du rythme de reprise de l'offre. **Nous suggérons seulement une mesure ciblée et temporaire sur les ménages très modestes,** calibrée pour ne pas peser durablement sur les comptes publics, limiter le risque de thésaurisation et renforcer l'acceptabilité sociale du reste des propositions.

En revanche, il est clair qu'il y aura besoin de soutenir l'investissement en tout état de cause – dans la mesure où ses déterminants usuels (profits et perception de la conjoncture) seront fortement orientés à la baisse – ; ainsi que l'emploi, dès lors que la part des emplois temporaires dans l'emploi total atteint 17% en France et qu'il y a donc un énorme enjeu le renouvellement des CDD venant à échéance lors des prochain(e)s semaines/mois.

Le rapport coûts/bénéfices de ce type de mesures de relance sera a priori très favorable, car les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés en bas de cycle.

L'arbitrage entre les différentes mesures pourrait se faire selon **trois critères** :

- **l'effet sur l'activité à court terme**, qui doit conduire à privilégier les mesures associées à un multiplicateur élevé : ce critère invite par exemple à jouer davantage sur les dépenses (ex : investissement) que sur les recettes (ex : baisse d'impôt) ;
- **le caractère temporaire et réversible des mesures**, pour ne pas handicaper excessivement le redressement progressif des finances publiques une fois le choc surmonté ;
- **l'effet sur la croissance à long terme**, dans une logique de « double dividende ».

Deux types de mesures sont recommandées : des mesures générales ; des mesures sectorielles.

7.2. Les mesures prioritaires à caractère général

S'agissant de l'investissement privé, le levier fiscal pourrait être mobilisé, sous la forme d'un dispositif temporaire d'amortissement exceptionnel. La loi « Macron » de 2015 avait institué une déduction supplémentaire du résultat fiscal d'un montant égal à 40 % de l'investissement réalisé pour certaines catégories d'investissements industriels, pour un coût estimé à 2,5 milliards d'euros sur cinq ans. Contrairement à l'amortissement non linéaire, le suramortissement représente un coût net pour l'État, et donc une économie définitive pour les entreprises. Son objectif serait de relancer l'investissement productif en octroyant un avantage définitif mais sur une période limitée, afin de maximiser l'effet déclencheur dans une optique contracyclique. L'idée sous-jacente est que ce ne sont pas seulement les contraintes de trésorerie qui risquent de pénaliser l'investissement, mais d'autres facteurs plus structurels (= niveau et prix du risque), que l'on vient compenser par une aide fiscale pérenne qui améliore la rentabilité du projet.

De façon à éviter les effets d'aubaine, il conviendrait de limiter la mesure aux investissements à fort impact sur le tissu industriel ou de service national et local, en particulier les investissements de maintenance et de gros entretien des entreprises industrielles, qui sont typiquement reportés en période d'incertitude alors qu'ils sont essentiels pour assurer la charge des sous-traitants ; les investissements en logiciel, qui sont amortissables, mais facilement reportables alors qu'ils sont désormais essentiels pour de très nombreuses entreprises.

L'investissement public local est clef dans une perspective de relance : en effet, les administrations publiques locales représentaient 58 % de l'investissement de l'ensemble des administrations publiques (2% du PIB en 2018). Une mesure simple et rapide consisterait à **renforcer temporairement le fonds de compensation pour la TVA (FCTVA, 6 milliards d'euros en 2020)**, sous réserve de la signature d'une convention par laquelle les collectivités territoriales s'engageraient à augmenter / préserver leurs dépenses d'investissement par référence à une moyenne des dernières années.

Au niveau de l'État, l'importance de la rapidité d'exécution plaide d'abord pour une anticipation de projets d'investissement déjà identifiés et programmés, en particulier dans le domaine de la défense et des infrastructures. Des investissements nouveaux pourraient également être prévus dans certains secteurs mais la Cour des comptes avait souligné dans son évaluation du plan de relance de 2009-2010 que les délais d'exécution sont généralement longs.

S'agissant de l'emploi privé, face à l'enjeu majeur des CDD qui échappent par construction au mécanisme du chômage partiel une fois leur contrat arrivé à son terme, l'objectif consiste à **soutenir leur renouvellement en réduisant temporairement son coût**. Une mesure de type « prime à l'embauche » pourrait ainsi être envisagée, ciblant en particulier les sorties de CDD, dont il faut rappeler que la durée moyenne était de 46 jours en 2017. Dans une logique contracyclique, le caractère temporaire de la prime permet, en situation d'incertitude sur la conjoncture économique, d'inciter à des renouvellements / créations de postes. Les économistes s'accordent généralement sur l'efficacité de ce type de mesure en bas de cycle (voir le Trésor-éco n° 177 d'août 2016 pour un bilan). Entre 2016 et mi-2017, une prime de 4.000 euros avait ainsi été mise en place pour les PME qui embauchent en CDI ou en CDD de plus de six mois, pour un coût compris entre 3,5 milliards d'euros et 4 milliards d'euros.

S'agissant enfin de la consommation, il nous semble **prématuré de se « pré-engager » sur des mesures de grande ampleur**, alors même que les comportements d'achat des ménages en sortie de confinement sont difficiles à anticiper et qu'un soutien non ciblé se traduirait vraisemblablement par un accroissement de l'épargne, sans effet sur l'activité à court terme. En revanche, il pourrait être envisagé **d'annoncer dès à présent une mesure temporaire ciblée sur les ménages très modestes**, ce qui permettrait de soutenir des publics fragiles qui sont peu susceptibles de bénéficier directement des mesures gouvernementales déjà annoncées, avec un risque de thésaurisation minimale. L'acceptabilité politique du reste des mesures s'en trouverait renforcée.

La mesure pourrait prendre la forme d'une « **prime de solidarité** », calibrée sur le modèle de la « **prime de Noël** » versée par la CAF et Pôle emploi à la fin d'année. Pour rappel, cette prime concerne 2,3 millions de ménages très modestes, à savoir essentiellement les bénéficiaires du RSA socle et de l'allocation de solidarité spécifique (ASS) pour les chômeurs en fin de droits. Son montant varie en fonction de la composition familiale (152 euros pour une personne, 320 euros pour un couple avec deux enfants). Il s'agirait d'un dispositif **simple à mettre en oeuvre et sans risque de non-recours**, dès lors que les personnes concernées n'ont aucune démarche à effectuer (la prime est versée directement et automatiquement). Le coût de la prime serait modeste (500 millions d'euros) et celle-ci serait par essence perçue comme temporaire.

7.3. Une action sectorielle est à envisager sans tarder pour le secteur de la construction

Les mesures générales devraient s'accompagner de **mesures de relance ciblées sur les secteurs les plus touchés par le ralentissement** et dont le poids macroéconomique est significatif, au premier rang desquels figure la construction.

Pour mémoire, l'investissement immobilier des ménages (construction de logements neufs, dépenses d'entretien-amélioration et frais liés à l'acquisition) avait fortement freiné la reprise française après la crise financière, en pesant sur la croissance à hauteur de près de 0,2 point par an sur 2008-2015. Ce seul poste explique les deux tiers de l'écart de croissance avec l'Allemagne sur la période.

En clair, la construction n'a pas joué son rôle d'amortisseur lors de la dernière crise. Il faut éviter que ce phénomène ne se reproduise en 2020-2021.

Or, l'Insee indique que la construction est aujourd'hui à l'arrêt (- 89 % sur la première semaine de confinement) et l'on sait déjà que deux des déterminants traditionnels de l'investissement immobilier des ménages (conjuncture et revenu disponible) seront déprimés dans les prochains mois.

Dans ce secteur, la relance a généralement reposé sur la mise en place d'incitations fiscales à l'investissement locatif des particuliers dans le neuf. Les évaluations disponibles suggèrent que leur rôle d'accélérateur en bas de cycle est réel mais qu'elles sont associées à des effets pervers significatifs (inflation des prix, captation de l'avantage fiscal, nature et localisation des biens peu adaptées aux besoins locaux, etc.) et ont un coût particulièrement élevé pour l'État (la construction d'un logement financé par un particulier dans le cadre du Pinel coûte ainsi 35% plus cher qu'un financement par un investisseur institutionnel d'après le rapport de l'IGF de novembre 2019).

Une voie plus prometteuse pourrait consister à simultanément :

- mobiliser les institutionnels pour investir dans la construction et en particulier les institutionnels du secteur HLM : ils pourraient bénéficier de dotations exceptionnelles en fonds propres, conditionnées par une relance de leurs investissements, qui ont été trop faibles dans la période récente ;
- jouer sur l'entretien-rénovation de leur logement par les particuliers, qui représente près de la moitié de l'investissement immobilier des ménages. Les aides de l'Anah pourraient être un levier intéressant, en permettant de cibler les ménages modestes (deux avantages : dividende « social » + garantie d'un effet déclencheur) pour la rénovation énergétique de grande ampleur (ce qui ajoute un dividende « environnemental »). L'expérience des plans précédents montre par ailleurs que les plafonds de revenus pour l'accès à ce type d'aides, définis dans une optique sociale, ont sans doute été fixés à des niveaux trop bas pour avoir une réelle efficacité en termes d'activité. On pourrait décider un relèvement temporaire, pour les travaux liés aux économies d'énergie.

CONCLUSION

Confrontés à une crise d'une nature d'une intensité sans précédent, des réponses fortes s'imposent. Notre réflexion repose sur la conviction que, dans le contexte actuel, au-delà du renforcement de l'appareil de santé et des mesures de trésorerie à court terme, **la priorité doit être donnée à la consolidation durable de la situation financière des entreprises.**

Pour beaucoup d'entre elles, dans de nombreux secteurs, les mois de confinement puis sa sortie vont se traduire par des pertes sèches, non rattrapables en tout ou partie, et donc de nature à menacer leur existence même ainsi que leurs emplois.

Pour éviter un effet boule de neige (la chute de la demande entraînant l'arrêt de l'offre et des faillites qui alimentent un nouvel effondrement de la demande), **le seul levier efficace est l'apport de fonds propres sous forme de capital.** C'est la voie choisie par l'Allemagne - alors que ce n'est pas sa tradition historique.

Si les instruments et les compétences existent dans notre pays, ils sont inégalement pertinents pour les différentes catégories d'entreprises et loin de répondre à la dimension de l'enjeu. Un plan d'ensemble est nécessaire. Il doit cibler en particulier les PME, et les secteurs à fort effet de levier sur l'activité, en premier lieu la construction. Il ne devrait pas requérir des financements aussi massifs que ceux que l'Allemagne a décidés - à condition que les bons instruments soient affectés par les bons canaux aux bons destinataires. Il devra également comprendre un volet social pour des raisons d'équité et pour soutenir une demande des ménages qui, sinon, sera ralentie par des comportements d'épargne de précaution pour ceux qui le peuvent et de sous-consommation pour les plus démunies. L'équilibre est souhaitable politiquement et il est nécessaire économiquement. Ainsi conçu dans une vision d'ensemble, équitable socialement et aussi coordonnée que possible avec l'action de nos partenaires européens, ce plan pourra servir d'appui à la communication institutionnelle et politique des pouvoirs publics et à un effort de pédagogie vis à vis de l'opinion.

La "mobilisation financière" pour préserver l'outil de production et sauvegarder l'emploi est à notre portée. La rapidité dans l'exécution sera la clé de sa réussite.

ANNEXES

1. ÉLÉMENTS DE COMPARAISON DES PLANS DE SOUTIEN DE LA FRANCE ET DE L'ALLEMAGNE (2 AVRIL 2020)

1) Sur les 45 milliards d'euros du plan de soutien français annoncé le 17 mars, la prise en charge publique de la perte d'activité des entreprises était initialement limitée à 9,5 milliards d'euros et s'élèverait désormais à près de 13 milliards d'euros.

45 milliards d'euros de mesures de soutien immédiates à vocation défensive ont été adoptées entre le 20 et le 22 mars par le Parlement pour permettre aux entreprises de surmonter le choc temporaire lié à la crise sanitaire.

Mais cette enveloppe globale agglomère des mesures relevant de deux logiques très différentes :

- une logique d'« acheteur en dernier ressort »^[1] : l'État prend à sa charge la perte d'activité en s'endettant ;
- une logique de soutien temporaire à la trésorerie : l'État accepte uniquement d'étaler la perte d'activité sur un horizon de quelques mois.

Or, les 3/4 de l'enveloppe de 45 milliards d'euros correspondent à des mesures d'étalement des charges sociales et fiscales sur l'exercice 2020, qui relèvent de la seconde catégorie. Aucune mesure d'annulation générale ou sectorielle n'a pour l'instant été annoncée.

Dans le scénario budgétaire gouvernemental sous-jacent au PLFR 2020, l'effet sur le déficit 2020 du plan de soutien était ainsi limité à 11,5 milliards d'euros^[2], dont :

- 8,5 milliards d'euros pour le dispositif exceptionnel de chômage partiel ;
- 2 milliards d'euros pour les dépenses de santé (achat de matériels et mesures salariales)^[3] ;
- 1 milliard d'euros pour le fonds de solidarité pour les très petites entreprises.

Si l'on met de côté les dépenses additionnelles de santé, la prise en charge publique de la perte d'activité des entreprises dans une logique d'« acheteur en dernier ressort » était donc initialement limitée à 9,5 milliards d'euros, même si le Gouvernement a annoncé envisager d'annuler le paiement de certains impôts au cas par cas.

D'après les informations parues dans la presse (Les Échos du 2 avril), le coût lié au chômage partiel serait désormais évalué par le Gouvernement à **11,15 milliards d'euros** pour trois mois - ce qui reste vraisemblablement très en-deçà de la réalité -, tandis que la dotation publique du fonds de soutien a été portée à **1,5 milliards d'euros** (hors contribution des assureurs). La prise en charge publique de la perte d'activité des entreprises s'élèverait donc désormais à près de **13 milliards d'euros**, soit **0,6 % du PIB**.

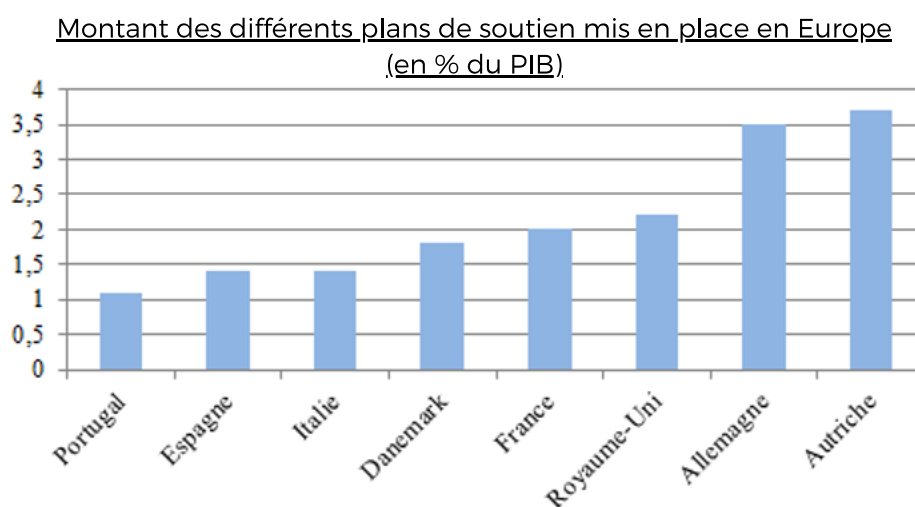
En complément, le Gouvernement a été autorisé à accorder la garantie de l'État aux prêts de trésorerie consentis par des établissements de crédit aux entreprises non financières, dans la limite de **300 milliards d'euros** et en contrepartie d'une rémunération.

Il s'agit d'un engagement hors bilan, sans effet immédiat sur le déficit et la dette. L'appel des garanties pèserait en revanche sur les indicateurs maastrichtiens.

Nature de la mesure	Prise en charge pérenne de la perte d'activité	Soutien temporaire à la trésorerie	Garanties
Montant (% du PIB)	0,6	1,4	12,4

2) Le plan français apparaît sous-dimensionné par rapport au plan allemand

Les comparaisons internationales disponibles suggèrent que la taille du plan de soutien français se situe à un **niveau intermédiaire** à l'échelle européenne.



Périmètre retenu : mesures de trésorerie incluses, garanties et prises de participation non incluses.

Source : Banque d'Espagne, Bulletin économique, 1/20

Ces comparaisons ne sont toutefois pas très éclairantes, dans la mesure où elles agglomèrent des mesures de nature très variables. En particulier, elles ne distinguent généralement pas les mesures de trésorerie de celles traduisant un effort budgétaire pérenne.

Une décomposition précise du plan de soutien fédéral allemand fait néanmoins clairement ressortir le sous-dimensionnement du plan français, sur deux principaux aspects.

	France	Allemagne
Fonds de solidarité pour les TPE	1,5 Md€	50 Md€
Prises de participation	-	100 Md€
Garanties	300 Md€	400 Md€ (+ 100 Md€ pour refinancer les prêts de la KfW)
Renforcement du chômage partiel	11,15 Md€	10,4 Md€
Dépenses de santé additionnelles	5,1 Md€ (après annonces PR)	3,5 Md€

Périmètre retenu : mesures de trésorerie et garanties non incluses.

a) D'une part, le fonds de solidarité visant à accorder des aides directes aux très petites entreprises (et assimilés)^[4] apparaît sous-dimensionné (1,5Md€ vs 50Md€)

Compte tenu de la faiblesse de l'enveloppe, le dispositif français limite l'aide accordée à 1.500 euros (éventuellement bonifiée de 2.000 euros), sous réserve du respect de conditions très strictes (fermeture administrative ou perte de chiffre d'affaires de plus de 50 % au mois de mars 2020 par rapport au mois de mars 2019). À titre de comparaison, l'aide est plafonnée en Allemagne à 9 000 euros pour les entreprises de moins de cinq salariés et à 15 000 euros pour les entreprises de moins de dix salariés et est accordée dans des conditions beaucoup plus souples.

L'enveloppe globale (1,5 milliards d'euros hors contribution des assureurs) apparaît particulièrement faible au regard du poids économique et des spécificités des entreprises concernées.

À titre d'illustration, si l'on restreint le champ de l'analyse aux secteurs principalement marchands (hors agriculture et services financiers), les 2,1 millions de TPE françaises[6] représentaient à elles seules 15% des investissements (30 milliards d'euros) et 17% de la valeur ajoutée (176 milliards d'euros) en 2017[7]. Le chômage partiel ne leur est que d'une utilité limitée car la moitié des TPE n'ont pas de salariés et l'entrepreneur se verse souvent peu ou pas de salaire.

L'assouplissement temporaire règles européennes relatives aux aides d'État ouvre pourtant d'importantes marges de manœuvre en la matière, avec un plafond pour les subventions directes fixé à 800 000 euros par entreprise[8].

b) D'autre part, le plan français ne comporte à ce jour pas de volet dédié aux prises de participation

En Allemagne, le fonds économique de stabilisation peut prendre des participations dans la limite de 100 milliards d'euros, selon un schéma d'intervention directement inspiré de la Sofin, en charge de la recapitalisation des banques lors de la crise financière.

Principales caractéristiques du dispositif allemand

Les entreprises volontaires doivent formuler leur demande auprès du ministère de l'économie allemand. Les décisions sont prises conjointement avec le ministère des finances. Le ministère de l'économie est en charge de la négociation et de la gestion des participations. Des délégations sont possibles, notamment au profit de la KfW.

En principe, l'éligibilité est réservée aux entreprises qui remplissent au moins deux des trois critères suivants, inspirés de la définition des ETI : (i) taille de bilan > 43 M€, (ii) CA > 50 M€ et (iii) plus de 249 salariés. Des dérogations sont possibles au cas par cas.

L'intervention est soumise à des conditions strictes. L'entreprise ne doit pas avoir d'alternative pour se financer, les difficultés de financement doivent être postérieures au déclenchement de la crise sanitaire, l'intervention publique doit permettre de restaurer sa solvabilité et la poursuite de l'activité doit présenter un intérêt sur le plan de l'emploi ou de la préservation des chaînes de production.

L'investissement peut prendre des formes variées: actions, titres hybrides, dette subordonnée, titres participatifs, obligations convertibles, etc.

Des contraintes peuvent être imposées aux entreprises concernant l'usage des ressources, la politique de distribution ou encore la politique de rémunération des organes dirigeants.

La différence avec la France est d'autant plus grande que plusieurs länder allemands ont d'ores et déjà annoncé la mise en place de leurs propres fonds de soutien régionaux[9].

Si la France souhaitait se doter d'un tel mécanisme, plusieurs schémas d'intervention sont possibles. Il pourrait être envisagé d'utiliser des outils existants – tels que Bpifrance ou le compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'État » géré par l'Agence des participations de l'État (APE) – mais il paraît préférable de mettre en place un véhicule ad hoc, comme en 2008, compte tenu de l'objectif spécifique qui sous-tend l'intervention. Pour mémoire, l'État avait alors accordé sa garantie aux financements levés par une société – la Société de Prise de Participation de l'État – dont il était l'unique actionnaire et qui avait pour objet la souscription de titres émis par des organismes financiers constituant des fonds propres règlementaires. L'APE avait été chargée de la gestion opérationnelle.

Quel que soit le schéma retenu, ce type d'intervention présenterait l'avantage de ne pas peser sur le déficit public. En effet, une prise de participation est en principe traitée comme une opération financière en comptabilité nationale, sans impact sur le déficit au sens de Maastricht. La dette s'en trouverait en revanche augmentée.

S'agissant du dimensionnement, l'analyse de l'Insee sur les 3 000 entreprises « au cœur de l'économie française » qui représentent 52 % de la valeur ajoutée et 70 % des investissements[10] suggère qu'un plafond d'intervention bien plus faible que celui fixé en Allemagne serait vraisemblablement suffisant pour couvrir les besoins.

	Nombre	Valeur ajoutée (Md€)	Salariés (ETP)	Investissements (Md€)	EBE (Md€)
Industrie	1 142	216,5	1 899 290	46,4	53,6
Construction	106	26,9	324 414	4,3	5,1
Commerce	556	68,7	943 122	9,9	15,7
Transports	169	55,0	665 272	19,7	14,1
Hébergement et restauration	67	9,6	185 846	2,0	1,8
Information et communication	153	51,0	388 733	7,6	18,3
Immobilier	388	18,2	84 119	21,4	11,0
Services aux entreprises	385	57,2	565 301	9,9	9,0
Services aux particuliers	34	6,1	55 509	1,5	2,2
Total	3 000	509,1	5 111 607	122,7	130,8

Il peut être noté que **25 % de ces 3 000 entreprises sont des PME** : les seuils d'éligibilité allemands, qui restreignent les prises de participation aux seules ETI (sauf exceptions), paraissent donc devoir être adaptés. Plus généralement, **les PME constituent en première analyse un "angle mort" du plan fédéral allemand** (hors mesures de trésorerie et chômage partiel), dès lors qu'elles ne relèvent pas non plus du champ des entreprises éligibles aux subventions, contrairement aux TPE.

[1] Emmanuel Saez et Gabriel Zucman, « Keeping Business Alive: The Government as Buyer of Last Resort », 15 mars 2020.

[2] Haut Conseil des finances publiques, Avis n° HCFP-2020-1 relatif au premier projet de loi de finances rectificative pour l'année 2020.

[3] Ce montant serait désormais de 5,1 Md€ minimum, après les annonces complémentaires du Président de la République. Cf. *Les Échos*, « Coronavirus : l'exécutif rehausse ses dépenses de santé, la facture budgétaire s'alourdit », 2 avril.

[4] Sont concernés par cette aide les TPE, indépendants, micro-entrepreneurs et professions libérales qui ont moins de dix salariés, font moins d'1 million d'euros de chiffre d'affaires et ont un bénéfice annuel imposable inférieur à 60.000 euros.

[5] Une aide complémentaire de 2 000 euros financée par les régions peut être accordée au cas par cas.

[6] Hors régime fiscal de la micro-entreprise et micro-entrepreneurs.

[7] Insee, « Les entreprises en France », édition 2019.

[8] 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 », communication du 19 mars 2020, p.6.

[9] À titre d'exemple, la Hesse a annoncé la mise en place d'un fonds de 5 milliards d'euros, dont les modalités d'intervention incluent la prise de participations.

[10] Hervé Bacheré, « 3 000 entreprises au cœur de l'économie française », *Insee Focus*, n° 56, 2016.