



CORONAVIRUS : REGARDS SUR UNE CRISE

La série de contributions "Coronavirus : regards sur une crise" de Terra Nova s'efforce de mettre en partage des réflexions, témoignages et questionnements suscités par la pandémie de Covid-19 et ses multiples conséquences. Nous avons souhaité à cette occasion ouvrir nos pages à de nombreux partenaires extérieurs d'horizons variés, témoins, acteurs, experts et constituer ainsi un laboratoire intellectuel à ciel ouvert. Les idées qui y sont exposées ne reflètent pas toutes les positions collectives de Terra Nova.

PRÊTS GARANTIS PAR L'ETAT : SORTIR DU PIÈGE DE L'URGENCE

18 mai 2020 | Par Guillaume Hannezo, Professeur associé à l'Ecole Normale Supérieure

Pour la rédaction de cette note, le signataire a recueilli la coopération et l'avis de praticiens de terrain engagés quotidiennement dans les négociations de financement d'entreprises de taille diverses, notamment : Emmanuelle Vicodomini, avocat associée du cabinet SVZ, responsable des opérations de financement ; un administrateur judiciaire ; un Président de Tribunal de commerce ; un patron de plate-forme de financement P2P de PME ; un gestionnaire de fonds de dette ; un banquier de financement engagé dans la négociation en cours des PGE « sur mesure ». Pour autant, le signataire est seul responsable de ses conclusions.

SYNTHÈSE

Pour assurer la liquidité des entreprises menacées par l'arrêt des activités, l'Etat a apporté sa garantie aux nouveaux prêts bancaires de dizaines de milliers d'entreprises de toutes tailles, pour des engagements totaux qui approchent aujourd'hui les 100 milliards et devraient monter jusqu'à 300 milliards.

Jamais dans l'histoire financière du pays de tels montants n'ont été engagés aussi vite et au profit de tant d'acteurs économiques.

L'instrument, conçu dans l'urgence, mérite donc examen. Il nous semble qu'il souffre de défauts sérieux de conception : option d'extension sur 6 ans à la main de l'emprunteur, sous-tarification et prix unique du risque qui condamne l'Etat à des pertes probables importantes, absence de réflexion sur les rangs de priorité de la dette garantie qui la conduira à passer derrière la dette bancaire. Utilisé comme une « mezzanine à 1% avec un put sur Bercy », le produit exposera l'Etat à un chantage à l'emploi permanent pour le forcer à annuler les dettes. Et surtout, l'usage des PGE désincite les entreprises à lever ce dont elles auront besoin pour absorber les pertes liées à la pandémie : des fonds propres. Nous proposons donc : 1/maintenant que nous amorçons un retour progressif à la normale, des ajustements pour réduire les défauts de conception des PGE ; 2/dans les dossiers où il y a besoin de capitaux permanents, que l'Etat renonce à la facilité procrastinatrice des PGE, et mette en place une enveloppe et des instruments pour gérer de façon professionnelle des interventions en *equity* et *quasi-equity* adaptées aux différentes tailles d'entreprises. Si cette solution est plus exigeante pour les actionnaires actuels, qui devront accepter une forme de dilution, elle est plus favorable pour l'entreprise, qui y gagnera des fonds propres, et pour le contribuable, qui pourra participer aux plus-values à la mesure des risques pris.

La crise liée au confinement de l'économie a nécessité de la part des pouvoirs publics des mesures d'une nature très différente de ce qui a été expérimenté dans les crises précédentes. Autant le Trésor avait appris à traiter des situations d'urgence sur quelques grands acteurs industriels, ou sur le secteur financier, qui sont assez concentrés, autant il ne peut pas répondre avec le degré de granularité nécessaire pour embrasser une masse de situations urgentes qui touche également et en premier lieu le secteur de la construction et des services, les PME et les ETI dont l'activité est arrêtée, etc.

Pour faire face à cette situation exceptionnelle, les pouvoirs publics ont mis en place, de manière très rapide et dans l'inconfort d'une capacité de concertation réduite, un instrument d'urgence pour faire redescendre dans l'économie la liquidité heureusement garantie par la politique monétaire. Pour ce faire, ils ont utilisé un instrument déjà expérimenté pendant la crise financière, la garantie de l'Etat (instrument qui présente l'avantage, ou la facilité, de ne rien coûter immédiatement) et le canal de distribution régulé le plus capillaire pour répondre aux besoins des entreprises, les banques...

Le prêt garanti par l'Etat (PGE), dans sa version française, consiste donc à assurer aux banques, pour les nouveaux prêts éligibles qu'elles consentent jusqu'à la fin de l'année aux entreprises ayant besoin de sécuriser leur trésorerie pendant la crise, une garantie de 90% de l'Etat en cas de défaillance de l'emprunteur (ou 70 à 90% pour les prêts les plus importants). Le prêt est consenti dans la limite de 25% du chiffre d'affaires, initialement à un an, mais peut ensuite être amorti sur cinq années supplémentaires au choix de l'entreprise emprunteuse. En contrepartie de cette garantie, accordée en pratique par la BPI, l'Etat prélève une commission d'assurance très modique, de 0,25 à 0,5% au début du prêt. Comme les banques s'engagent à ne faire aucune marge sur ces prêts, et comme le coût de la liquidité bancaire est négligeable et le taux sans risque négatif, ce coût d'assurance constitue l'essentiel de la charge d'intérêt pour l'emprunteur.

Après quelques hésitations liées à la formalisation de l'engagement en garantie de l'Etat, le produit a connu un succès considérable, d'autant que la garantie d'Etat suit automatiquement le prêt pour toutes les entreprises réalisant moins de 1,5 Mds € de chiffre d'affaires ; au-delà, les caractéristiques sont adaptées à la situation financière de chaque entreprise. **L'enveloppe totale prévue est de 300 milliards d'euros**, soit l'équivalent de 15% du PIB. Au « tableau de bord » des PGE publié par le ministère des finances au 24 avril, 43 Mds € étaient déjà en place sur 277 000 entreprises, et 30 autres milliards en cours d'instruction avec un taux de refus très faible, de l'ordre de 2%. Cette première enveloppe a bénéficié pour 53% à des très petites entreprises et des associations, 36% à des PME et 11% à des ETI. Mais il est probable que cette répartition évolue, les ETI se tournant de plus en plus vers le produit, ainsi que certains grands groupes qui négocient des plans spécifiques, comme en ont déjà obtenus FNAC Darty (500 millions), Air France (4 Mds € de PGE bancaires, plus 3 Mds € de prêt d'actionnaire de l'Etat), Europcar (220 millions) ou prochainement Renault (plusieurs milliards en discussion selon des informations de presse) et de nombreux autres groupes de taille significative.

Il est donc probable que le niveau d'engagements susceptibles d'être accordés d'ici la fin du mois dépasse les 100 Mds € et que l'enveloppe de 300 Mds € soit une approche probable des montants totaux qui seront garantis par l'Etat si le produit reste identique.

Jamais depuis la dernière la crise financière (où des garanties massives avaient été accordées à quelques dizaines d'acteurs du secteur financier le temps de rétablir la confiance systémique) les finances publiques n'ont été engagées pour des montants aussi massifs en si peu de temps ; jamais, même au cœur de la précédente crise, de tels montants n'ont été engagés sur un aussi grand nombre d'acteurs divers sur lesquels le Trésor ne peut pas se former une opinion propre de la solvabilité.

Comme ces prêts ont vocation à durer six ans, l'enjeu est donc considérable à la fois pour les finances publiques et pour les fonds propres et les capacités d'investissement des entreprises. Or, ces instruments ont été élaborés dans l'urgence, sans avoir le temps de se poser les questions techniques qui sont normalement abordées dans la rédaction d'un contrat de prêt ; par ailleurs, le consensus s'impose aujourd'hui, après deux mois de fermetures et une reprise très ralentie par les règles de distanciation sociale, que beaucoup d'entreprises ont besoin d'autres mesures que de liquidité ; après des pertes probablement massives en 2020, beaucoup souffriront de problèmes de solvabilité, dont la résolution normale est la levée de fonds propres ou de quasi fonds propres. A défaut de réserves suffisantes ou de procédures judiciaires, c'est le seul moyen permettant d'absorber des pertes.

Or, les PGE, outre les effets pervers mineurs qu'il convient de garder à l'esprit pour en atténuer les conséquences (1), présentent le grand inconvénient, dans leur structuration actuelle, de désinciter l'entreprise à lever des fonds propres (2), ce qui aboutira pour l'Etat à des situations inextricables et très coûteuses dans les procédures de restructuration futures (3). Il nous semble donc nécessaire d'examiner les moyens de corriger ces effets pervers (4) et de rééquilibrer massivement la réponse publique, avec beaucoup moins de PGE et beaucoup plus d'interventions au capital, qui correspondent mieux aux besoins des entreprises et permettent à l'Etat de bénéficier d'une rémunération à la mesure des risques pris (5).

1. QUELQUES EFFETS PERVERS DE SECOND ORDRE À GARDER À L'ESPRIT

1.1. Le régime de préférence des banques

Le premier est lié au canal de distribution, essentiellement à ce jour les banques. Celles-ci étant protégées entre 90% et 70% (selon la taille des entreprises bénéficiaires des PGE), et ne faisant aucune marge sur les 10% à 30% restants, elles sont tentées de privilégier leurs « clients », et particulièrement ceux qui ont déjà une dette chez elles et qui, sans être très menacés à terme, pourraient rencontrer des difficultés temporaires sur la dette en cours. Le PGE est donc réservé pour chaque banque à ses clients les plus proches, et particulièrement ceux pour lesquels la banque pense qu'elle sécurise ses créances existantes en prenant un petit risque supplémentaire (les 10%) en parallèle d'une grosse ligne sécurisée par l'Etat (les 90%).

En conséquence, les entreprises sans dette, ou celles qui ont privilégié des canaux de financement désintermédiés (obligations, fonds de dette, crowdfunding), ou celles dont la dette se trouve dans des pools éclatés, ou celles qui ont mis leurs flux dans des néo-banques, ou celles qui ont donné récemment leurs mandats de conseils à d'autres acteurs que leurs banques universelles, etc. ont moins de chance d'être servies, indépendamment de la qualité de leur signature ou de la nature du besoin.

1.2. Une menace de péremption sur certains acteurs de financement

Le second effet est que la mise en place des PGE menace de péremption les acteurs de financement (fonds de dette senior ou subordonnée, fonds obligataires secs ou convertibles, fonds de mezzanine, unitrancheurs, plateformes de crowdfunding, etc...) qui offrent des financements à des taux intermédiaires entre le coût d'une dette assise sur un collatéral réel (typiquement 1 à 2%) et le coût du capital en *equity* (7 à 10%, voire plus pour les entreprises en développement ou très endettées), pour un risque et une position intermédiaires dans la cascade de priorité des cash flows. Or, ces instruments auront une utilité pour faire redémarrer l'investissement, notamment pour les entreprises non cotées qui résistent à la dilution de leur capital.

1.3. L'effet d'aubaine

Le troisième effet d'importance mineure est l'effet « d'aubaine » : beaucoup d'entreprises demanderont des PGE sans en avoir vraiment « besoin », simplement pour se protéger des « worst case » scénarios, dans une situation d'incertitude, à un coût très inférieur à leur dette normale ; ou simplement parce que leurs concurrents en ont obtenu et qu'elles veulent garder avec eux des conditions de compétition équitables. Et ceci est presque impossible à normaliser dans une situation de grande incertitude où on ne connaît pas la durée de la fermeture, le rythme de sortie, ni l'impact sur le besoin en fond de roulement (BFR). D'une certaine façon, ce point est le **plus secondaire** : on peut espérer que la plus grande part des « PGE de confort » sera remboursée, ce qui améliorera la sinistralité moyenne, et à l'inverse il faut s'inquiéter plus pour les entreprises dont le besoin est le plus pressant : car celles-là ne dégageront peut-être pas assez de cash flows après la reprise pour rembourser leur nouvelle dette en plus de l'existante.

2. UN PROBLÈME MAJEUR : LE PGE A VOCATION À ÊTRE UTILISÉ COMME UNE DETTE SUBORDONNÉE À TRÈS FAIBLE COÛT QUI N'INCITE PAS À LEVER DES FONDS PROPRES OU DES QUASI-FONDS PROPRES

2.1. Le faible coût du PGE sous-tarifie le risque statistique

La documentation remise aux emprunteurs dispose très clairement que ceux-ci ont à leur main une option de renouvellement au bout d'un an pour étaler la dette sur 5 années supplémentaires, sans d'ailleurs qu'il soit obligatoire d'amortir la dette progressivement sur ces 5 années ; on peut donc imaginer qu'une part de ces dettes ne seront remboursables qu'« in fine ». Ceci en échange d'une hausse progressive du taux de la garantie ; de 0,25% par an en année 1 à 0,5% p.a. en année 2 et 3, puis de 1% p.a. en fin de prêt pour les entreprises de moins de 50 millions € de CA, ces coûts étant doublés au-delà. Autrement dit, le risque est tarifé par l'Etat sur 6 ans autour de 0,7% p.a. pour les entreprises de moins de 50 millions € de CA, 1,4% p.a. pour les entreprises de plus de 50 millions € de CA.

D'autre part, ce risque est indifférencié selon la notation (notation Banque de France pour les PME, notation des agences pour les grandes entreprises), ce qui ignore totalement les statistiques qui montrent la hausse exponentielle des taux de défaut et des spreads de crédit des deux côtés de la frontière entre « investment grade » et « high yield »^{[1][2]}.

Ce coût du risque est très inférieur aux taux de défaut constatés en période normale, plus encore aux prix de marché en période normale, et plus encore à ce qu'on peut anticiper à l'issue d'un choc externe qui n'a sans doute pas d'équivalent depuis un demi-siècle.

Pour les PME, qui sont également notées au moyen d'un système de cotation Banque de France (BDF), le gros de la troupe est constitué des entreprises notées « 4 » (64 000 entreprises, ou 42% des premiers PGE), qui ont un taux de défaut moyen sur 3 ans de 1,91%, soit 0,64% par an, et les entreprises notées « 5 » (environ 78 000 entreprises, 21% des premiers PGE), qui ont des taux de défaut de 6,4% en moyenne sur 3 ans, soit 2,1% p.a^[3].

Pour les grandes entreprises, les taux de défaut annuels des notations BBB chez S&P (les trois grades au-dessus de la limite du high yield) évoluent entre 0,3 et 1% selon les années, ce qui est cohérent avec la tarification appliquée ; mais dès qu'on passe la barrière « investment grade », les entreprises notées BB (les meilleures du « high yield »), les taux de défaut annuels évoluent entre 0,5 et 4% par an selon les périodes^[4].

On voit que le calcul du coût du risque appliqué, outre qu'il inverse les facteurs de risques entre PME et grands groupes, est calibré sur les taux de défaut historiques moyens des « bons élèves », ce qui ne laisse aucune place pour :

- une appréciation réaliste des taux de risque réels des « moyen élèves » en période normale ;
- le fait qu'après deux mois de fermeture, une reprise lente et une économie détériorée, la qualité de crédit de toutes les entreprises se dégradera ;

[1] <https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/2020/dp-covid-pret-garanti.pdf>.

[2] Les titres « investment grade » sont des titres dont le remboursement est certain ou très probable, et qui ne sont susceptibles de faire défaut que dans des conditions absolument extrêmes ; la catégorie « BBB » est la note la moins solide de cette catégorie. Le « high yield » (« haut rendement ») correspond aux notations inférieures, qui commence à « BB » pour des titres légèrement spéculatifs, avec six barreaux de l'échelle en-dessous jusqu'au défaut. Les investisseurs font une très grosse différence, sur les taux demandés, entre « BBB » et « BB »

[3] Cotation Banque de France, évaluation des performances 2017, publication BDF

[4] <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200429-default-transition-and-recovery-2019-annual-global-corporate-default-and-rating-transition-study-11444862>

- l'évidence que le taux de défaut, calculé ici en moyenne longue, a vocation à exploser en période de crise ;
- et l'effet inévitable d'anti-sélection : les entreprises, notamment importantes, qui resteront « investment grade » après cette crise pourront se refinancer en dette à moins de 200 points de base de marge, et il ne restera que les moins bons risques.

On notera d'ailleurs que les PGE « sur mesure » de grandes entreprises qui sont déjà annoncés ou dans le débat public, portent exclusivement sur des grandes entreprises «non investment grade » comme FNAC (BB) ou Europcar (BB-), ou des groupes à participations publiques opérant dans des métiers très cycliques et très affectés par la crise (Air France, Renault).

Pour toutes ces raisons, il est prévisible que le taux de sinistralité des PGE soit très élevé, et les pertes qui seront finalement enregistrées par l'Etat très considérables.

2.2. Affectés de taux de rémunération très inférieurs au prix de marché du risque, les PGE ne comportent aucune incitation à être relayé par des fonds propres.

Il n'était question ci-dessus que des taux de défaut statistiques, et non du prix de marché du risque. Pour que ce risque soit repris à terme par des opérateurs privés, il faut que ceux-ci aient une perspective de gain par rapport au risque mathématique de défaut, puisque les investisseurs ne réagissent pas, malheureusement et quoiqu'on en dise, comme des joueurs de casino : alors que les joueurs de casino savent qu'ils vont perdre « en moyenne », et jouent quand même, les investisseurs, eux, ne jouent que s'ils espèrent gagner plus qu'ils ne perdront, sur la moyenne de leurs investissements.

Sous des dehors opaques, les règles de l'économie financière sont en effet d'une simplicité extrême. Souscrire un produit financier, action, obligation, contrat de prêt, etc. c'est toujours renoncer à du cash certain aujourd'hui contre l'espérance de plus de cash, peut-être, demain. Entre aujourd'hui et demain, il y a le prix du temps, qui est nul en ce moment. Entre le « certain » et le « peut-être », il y a le prix du risque. Plus le risque de chaque produit est élevé, plus l'investisseur espère une rémunération élevée en moyenne.

Et le niveau de risque dépend du métier de l'entreprise (plus ou moins assuré dans la durée, plus ou moins cyclique), de son niveau d'endettement, et aussi du rang de priorité de chaque instrument financier, de la dette senior (la moins risquée), qui se rembourse sauf faillite, à l'*equity* (investissement en fonds propres en actions) qui supporte tous les aléas de variation des résultats et de la valeur s'il n'y a pas de faillite, et se perd entièrement en cas de défaut.

Pour fixer un ordre d'idée s'agissant de la dette, les « spreads », c'est-à-dire les écarts de rémunération entre une dette AAA (absolument sûre, plus que celle de l'Etat français) et une dette BBB (« investment grade » pour un groupe normalement endetté), sont de 100 points de base (1%) en période normale et sont passés récemment à 200 points de base ; entre AAA et BB (meilleur du high yield), ils étaient de 300 points de base en période normale et de 500 aujourd'hui. En supposant qu'on revienne aux conditions normales, seules les entreprises qui seront restées franchement « investment grade » pourront refinancer à des conditions équivalentes les PGE. Mais ce seront ou bien celles qui ne sont pas du tout touchées par la crise, ou bien celles qui auront augmenté leur capital.

Or augmenter son capital pour refinancer le PGE, c'est remplacer des fonds qui coûtent moins de 1% (PME sous 50 millions € de CA) ou 2% (entreprises moyennes) par an par des fonds qui coûtent 5 à 15%. On ne voit pas pourquoi l'entreprise le ferait avant d'y être contrainte.

Les dettes subordonnées ou mezzanine coûtent typiquement 4 à 10%, ce qui est normal puisqu'elles ne se remboursent qu'après la dette senior et pour autant que celle-ci soit honorée.

Le coût du capital (*equity*) d'une entreprise cotée SBF 120 est compris, selon les périodes, le niveau de risque du métier de l'entreprise et son niveau de dette, entre 6 et 9%, ceci additionnant le dividende courant et l'espérance de plus-value à terme ; les deux coûtent à l'investisseur qui dilue son capital. Le rendement historique des actions sur le long terme (dividendes plus plus-values) est, selon le site du ministère des finances, de l'ordre de 5,5 % en termes réels[5], ce qui correspond à peu près au calcul de la « prime de marché » sur les actions, (égale au rendement attendu quand le taux sans risque est à 0) qui, selon les instituts qui la calculent, était de l'ordre de 6,5 à 8% avant la crise en termes courants[6].

[5] <https://www.economie.gouv.fr/facileco/epargne/couple-rendement-risque>

[6] <http://www.market-risk-premia.com> ou <https://www.fairness-finance.com/fairness-finance/finance/echantillon/sbf120/produit/primederisque-demarche.dhtml>

Quant à une entreprise non cotée, c'est-à-dire présentant le risque supplémentaire d'être illiquide à court terme ou très endettée sous forme de LBO, une injection de fonds propres sera réalisée sur la base d'une espérance de profit à moyen terme de l'investisseur de 10 à 17%, par an.

Si l'entreprise peut faire prendre à l'Etat le risque de faillite contre une prime de risque de 1 ou 2% (même faisant l'objet d'un paiement initial), pourquoi remplacerait-elle ces fonds par des dettes subordonnées ou du quasi-equity, ou des actions, qui lui coûteront selon les cas entre 5 et 15% ?

Elles auront d'autant moins d'incitation à le faire :

- que l'augmentation de capital, même une fois la crise passée, pose des problèmes de valorisation, de dilution, de gouvernance, et de liquidité à offrir au nouvel entrant ;
- que les entrepreneurs souffrent d'un « biais optimiste » (c'est d'ailleurs ce qui en fait des entrepreneurs) qui les conduira à repousser le sujet, en restant avec une dette élevée aussi longtemps que cela est supportable ;
- qu'outre le faible coût de la garantie, si l'entreprise ou l'emploi devaient être menacés, il est bien plus simple de faire pression sur l'Etat pour forcer l'abandon de la créance (c'est le « Bercy put », voir infra)

2.3. Le PGE est un instrument qui a vocation à se « junioriser » dans les rangs de priorité des instruments financiers et d'accès aux cash-flows

Le plus grave sans doute est que, dans la vie du PGE ainsi renouvelé sur 5 ans, cet instrument a vocation à se faire « junioriser », tout en restant la dette à meilleur marché.

Une entreprise qui lève un PGE a souvent d'autres dettes ; la question essentielle du rang de seniorité du PGE ne semble pas avoir été abordée.

En principe, l'entreprise ne doit pas lever un PGE à 1% pour rembourser d'avance un autre prêt à 4%, mais il n'est pas certain que cela sera vérifié *ex post*, encore moins prévu *ex ante*.

Mais de toutes façons, dans la vie du prêt sur 5 ans, certaines dettes seront remboursées à terme échu et refinancées. Comment les refinancera-t-on ? En l'absence de toute précision, elles seront remplacées par des dettes dont les garanties, la maturité ou la seniorité passeront devant le PGE, de sorte que celui-ci deviendra subordonné aux précédentes, quand il ne l'est pas déjà.

Il y a beaucoup de manières de subordonner un prêt antérieur à un prêt nouveau si le contrat de prêt ne prévient pas ce risque :

- assortir le nouveau prêt de garanties spécifiques (ex : adossées à des actifs opérationnels), ou utiliser la technique du crédit-bail ou du « *sale and lease back* », de sorte qu'en cas de défaut le nouveau créancier pourra récupérer les actifs, et l'ancien n'aura plus de collatéral ;
- consentir le nouveau prêt dans une filiale, plus près des cash-flows, et laisser l'ancien (et donc le PGE) dans une holding, de sorte que ce dernier ne peut être remboursé que sur les dividendes remontés de la filiale après que celle-ci ait honoré le nouveau prêt (ce que les agences de rating appellent « subordination structurelle ») ;
- obtenir pour le nouveau prêt des garanties sur le patrimoine personnel des actionnaires, ce que les banques font régulièrement pour les groupes familiaux ;
- consentir un nouveau prêt dont la maturité est plus courte que le prêt antérieur (et donc le PGE), etc.

Notons bien qu'il sera de l'intérêt commun de l'entreprise, des banques, des actionnaires et des fonds de dette de procéder ainsi. On se trouvera donc dans la situation insolite de voir des entreprises endettées, typiquement, à 3 ou 4 fois l'excédent brut d'exploitation (EBE) avec pour moitié des dettes bien garanties et coûtant 3 %, et pour le reste une dette PGE subordonnée à 1%.

3. QUE LE PGE SOIT JUNIORISÉ OU NON, CETTE SITUATION POSERA DES PROBLÈMES INEXTRICABLES DANS LES RESTRUCTURATIONS FUTURES, ET EXPOSERA L'ETAT À UN CHANTAGE À L'EMPLOI PERMANENT POUR LE FORCER À ANNULER LA DETTE DANS LES ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ

Dans les situations de liquidation, toutes les créances de même rang sont traitées également. La banque prêteuse enregistrera sa perte, se fera rembourser 90% (voir 80 ou 70% selon la taille de l'entreprise) par l'Etat (qui a consenti une garantie irrévocable), en échange de quoi celui-ci se retrouvera dans la masse des créanciers chirographaires^[7], détenteur d'une créance qui se remboursera par exception et partiellement, uniquement si les actifs réalisés de la société en liquidation sont suffisants après la priorité des salaires, des impôts, et des créanciers qui bénéficient de sûretés sur des actifs ou le patrimoine de tiers garants ; c'est-à-dire presque jamais.

[7] On appelle créancier chirographaire un créancier qui ne dispose d'aucune sécurité particulière par opposition à un créancier privilégié.

Dans les plans de règlement judiciaire, ou de cession, ou de sauvegarde, le juge de commerce est en principe garant de l'équité de traitement des différentes parties. Mais compte tenu des exigences pressantes auxquelles il est soumis (d'abord essayer de maintenir l'emploi, et pour cela encourager et prioriser les nouveaux financements), il est peu probable qu'il ait, en choisissant entre différents plans, beaucoup de scrupules à ratiboiser un créancier plus ou moins de second rang, qui ne peut pas remettre au pot, et de surcroît garanti par l'Etat à 90%.

Et avant d'en arriver là se négocient en général des plans de conciliation ou des mandats ad hoc. A ce stade-là de la procédure, rien n'interdit d'étaler ou de rembourser différemment les différentes catégories de créances, d'en abandonner certaines et pas d'autres, etc. C'est une négociation, sous l'égide du Tribunal ou d'un administrateur judiciaire, plus ou moins directive selon les procédures, entre les actionnaires, les créanciers subordonnés, les créanciers privilégiés, et les syndicats de salariés, chacun devant abandonner quelque chose pour ne pas tout perdre. Evidemment, dans ce genre de situation, les créanciers les plus durs ou les plus cyniques perdent moins...

Quand ces plans se négocieront sur des entreprises ayant un PGE, il est plus que probable que tous les acteurs, administrateurs judiciaires, tribunaux de commerce, syndicats, banques, actionnaires, fonds, « old money » à mettre en perte et « new money » à privilégier... se mettront d'accord pour faire porter le plus de charge possible sur l'Etat.

D'ailleurs, qui décidera du sort du PGE dans la restructuration ? On n'en sait rien aujourd'hui, mais toutes les solutions sont perverses :

- ce sont les banques qui sont les créancières, l'Etat n'est que le garant. Si la dette est juste abandonnée partiellement ou perdue dans une liquidation, c'est simple : l'Etat rembourse. Mais si la dette est étalée sur un maximum de 10 ans, dans un plan approuvé par l'autorité judiciaire, il semble que l'Etat doive rembourser la banque immédiatement, et soit ensuite subrogé pour récupérer les créances étalées. Si cet étalement résulte d'une négociation, il n'y a à ce jour à notre connaissance aucune précision sur le mode de calcul actuariel qui permettra de calculer la perte à compenser.

- la question est bien sûr aussi de savoir qui participera aux procédures de conciliation, ou à la défense de l'Etat dans les décisions judiciaires. On voit bien les effets pervers qu'il y aurait à laisser la banque créancière, qui n'est exposée qu'à 10% sur le PGE et éventuellement plus sur d'autres lignes, seule en charge de la défense des intérêts des prêteurs PGE. Mais à l'inverse s'il faut l'accord de l'Etat pour un étalement ou un abandon en amont d'une procédure de liquidation, ou a fortiori dans des procédures amiables, on arrive dans une situation où, sur des centaines ou milliers d'entreprises, l'administration décide qui doit rembourser ses dettes, ou qui peut les faire rembourser par le contribuable. Outre le chantage à l'emploi dont l'Etat sera victime, on voit bien les dérives potentielles d'un tel système (capitalisme d'influence, corruption, etc.).
- enfin, si l'Etat abandonne ou étale ses dettes, est-ce une aide d'Etat au sens de la réglementation européenne, et faut-il que les services de l'Union européenne ou les Autorités nationales compétentes s'assurent du respect des règles de concurrence et exigent les contreparties qui s'imposent en termes de réduction des capacités de l'entreprise bénéficiant de l'aide ? Du point de vue systémique, cela serait sans doute la moins mauvaise solution, mais alors on peut s'interroger sur le destin du PGE Air France KLM, entre autres (en effet, quand on prête 7 à 10 Mds € de plus à une entreprise au cœur de la crise, déjà endettée de 6 Mds €, qui en capitalise 2, et dont le résultat d'exploitation est de l'ordre de 500 millions € les années normales, il paraît assez clair que le prêt sert à passer la crise et ne sera jamais remboursé ; il a donc vocation à se transformer en capital et/ou en aide).

L'instrument des PGE correspondait à une urgence. Mais si le dispositif d'aide gouvernemental en reste à cela, on voit donc d'avance le bilan qui en sera tiré dans quelques années : un coût budgétaire considérable pour l'Etat sur les entreprises en échec sans gain significatif pour celles qui s'en sortent, une altération durable des mécanismes de marché des financements et des conditions de concurrence, une accumulation de contentieux bruxellois sur les plans de restructuration.

4. AMENDER LE DISPOSITIF DES PGE SUR LES PRÊTS NOUVEAUX

Il semble donc urgent d'amender le dispositif des PGE, sur les prêts nouveaux, afin, à tout le moins, d'inciter les entreprises à substituer aussi vite que possible de l'equity ou du quasi-equity aux PGE, ce qui limitera les effets pervers.

S'agissant des PGE existants, une modification du dispositif serait également pertinente, mais probablement irréaliste car nécessitant une nouvelle loi de finance et/ou arrêté mais surtout l'accord préalable des emprunteurs. Il est en effet un principe général du droit selon lequel la loi ne dispose que pour l'avenir et ne peut donc avoir d'effet rétroactif.

4.1. Placer le renouvellement sous condition

Il est difficile de remettre en cause l'option de renouvellement à 5 ans qui fait partie de la promesse de base du produit. Mais il reste que tout prêt doit être conforme à son objet, et l'objet de celui-ci est la trésorerie : même si cela n'est pas simple car les dossiers sont nombreux et les fonds sont fongibles, il devrait donc être possible de refuser le renouvellement, ou de ne renouveler que pour un an (le temps de retrouver un financement alternatif), ou de faire peser sur les banques un risque de perte de la garantie sur les emplois non conformes au prêt, dans les cas où l'analyse de la situation ex post de la première année ferait apparaître des utilisations évidemment non conformes à l'objet : notamment remboursement anticipé d'une dette plus chère ou rachat d'actions. Plus difficile de refuser le remboursement à une entreprise qui aurait simplement investi, par formation de FBCF ou par acquisition externe.

4.2. Une plus forte hausse des conditions de rémunération

La manière normale de sortir d'un produit de ce type est d'appliquer un « step up » (hausse progressive) des conditions de rémunération beaucoup plus pentu, pour inciter au remboursement et le faire converger vers le niveau « normal » de rémunération du capital dont il fait le relai ; non pas monter de 0,5 à 1 ou 2%, mais de 0,5% en année 1 à 1,5 ou 2% en année 2, 3 ou 4% en année 3, 5 ou 6% en année 4, etc. Cela semble difficile à faire sur les anciens prêts à leur renouvellement, car l'arrêté du 23 mars mentionne explicitement les taux bas à terme et on voit mal les emprunteurs accepter un renchérissement du coût de leur PGE. Mais peut être sur les nouveaux, quitte à partager cette rémunération plus élevée avec les banques, et aussi pour les gros plans « sur mesure ». En outre, il est tout à fait insolite que le taux de garantie d'Etat ne soit pas différencié en fonction des niveaux de notation, qui existent pour toutes les entreprises, notation de la BDF à défaut d'agences de rating, les deux étant statistiquement très prédictives des taux de défaut.

C'est sans doute autour de cette volonté de l'administration de tarifier le risque à un prix unique, et d'obtenir des banques qu'elles répercutent ce prix administré, que se sont nouées les caractéristiques dangereuses des PGE.

Les banques ont fait semblant de se faire tordre le bras en ne prenant pas de marge sur leurs 10% à risque, mais en obtenant en échange un instrument socialisant à long terme leur pertes et protégeant leurs encours. Tout cela se comprend très bien pour mettre en place un produit simple qui fasse descendre la liquidité immédiate, mais ne devrait pas s'installer sur 6 ans. On notera d'ailleurs que beaucoup d'autres pays occidentaux ont mis en place des prêts d'une durée plus courte, à des taux plus élevés ou augmentant plus vite[8].

4.3. Rédiger des clauses sévères de "negative pledge"

La manière normale d'éviter que la dette soit « juniorisée » est de rédiger dans les contrats de prêts des clauses très sévères de « negative pledge », qui existent partout dans les contrats de prêts mais, semble-t-il, pas dans les PGE « standards » actuels (les prêts « sur mesure » ne sont pas encore assez détaillés pour que ce point puisse être analysé sur la base de l'information publique). Il s'agit d'interdire à l'entreprise, à peine d'exigibilité anticipée, d'apporter un collatéral quelconque à une nouvelle dette financière (voir, dans certains cas à convenir, tout type de dette) ou, a minima, de ne pas apporter de collatéral sans en faire bénéficier également les prêteurs PGE sur une base *pari passu*[9].

Sur le même principe, les contrats de prêts pourraient également prévoir d'autres engagements dits de « ne pas faire usuels » à savoir l'interdiction de lever une nouvelle dette dans une filiale (subordination structurelle), de lever toute nouvelle dette de refinancement sans refinancer, au préalable, le PGE, de vendre ou d'apporter à une filiale une part de ses activités ou de son fonds de commerce, de recourir au crédit bail, de louer de nouveaux actifs significatifs, etc.

L'interdiction de versement des dividendes se trouve également dans de nombreux contrats de prêts de type LBO, ce qui est une traduction normale de la subordination de la rémunération de l'actionnaire à celle du créancier quand la dette est élevée. Elle ne se trouve pas dans la documentation standard (pour les entreprises de moins de 1,5 mds de CA ou 5.000 salariés ou plus) et pourrait être introduite, sous réserve du cas des TPE où le dividende est la rémunération du dirigeant actionnaire.

[8] *Financial stability institute*, « Public guarantees for bank lending in response to Covid 19 pandemic », P. Baudino, April 19.

[9] C'est-à-dire au même rang de priorité

Toutes ces contraintes, appliquées après renouvellement du prêt, limiteront bien sûr la flexibilité stratégique de l'entreprise bénéficiaire. Mais à défaut d'un step-up sur les conditions de rémunération, c'est exactement ce qu'il faut faire si l'on veut que les entreprises *in bonis*^[10] soient incitées à refinancer leurs PGE avec de l'*equity*, ou du *quasi-equity* (ou de la dette non garantie, ou garantie si leurs PGE sont intégralement remboursés).

4.4. Autres solutions pour renforcer le rang de l'Etat :

- la mise en place d'un privilège légal en faveur de l'Etat garant pour les nouveaux prêts. Mais elle peut décourager les banques de le distribuer, sans constituer une parade absolue aux risques de dérive. Celui-ci fonctionnerait sur le modèle du privilège fiscal de Bercy avec l'impossibilité, inscrite dans la loi, d'imposer à l'Etat un abandon de créance afin de démontrer textuellement à Bruxelles la volonté de l'Etat d'être in fine payé et ce même si, dans les faits, tout créancier qui n'est pas dans un comité de créancier (et donc l'Etat) bénéficie déjà de ce principe en situation de procédure collective ; ce privilège ne semble néanmoins pouvoir être qu'un rang de préférence au sein des créanciers chirographaires à défaut de quoi les établissements de crédit prêteurs au titre des PGE pourraient résister à mettre en place de nouveaux prêts si l'Etat devait finalement être prioritaire sur leurs autres dettes garanties en cas de défaut de l'emprunteur.
- la mise en place d'un texte législatif prévoyant que les banques doivent, au préalable, gérer tout le processus de défaut et donc les négociations entre les créanciers, l'Etat n'intervenant que pour combler le solde de la créance qui n'aurait pas été réglée aux banques : ce principe ne remettrait bien entendu pas en cause l'irrévocabilité de la garantie de l'Etat mais uniquement son calendrier de mise en œuvre.

4.5. Des ajustements qui peuvent se différencier, selon les conditions de remboursement anticipées

Les propositions consistant à accroître, dans le temps, la pente des conditions de rémunération, et celles visant à améliorer le « rang » de la créance de PGE peuvent se cumuler dans certains cas, mais leur importance respective dépend en fait de l'objet du prêt, c'est-à-dire des conditions dans lesquelles il doit se rembourser :

[10] « in bonis » entreprises en conditions financières normales, n'étant pas sujettes à des procédures judiciaires en cours

- dans les entreprises qui font face à des difficultés provisoires, où il s'agit par exemple de reconstituer un besoin en fonds de roulement après une crise, il est très fréquent de consentir à la dette nouvelle un « privilège de new money » qui la rende prioritaire, dans le temps et en droit, par rapport au remboursement de la dette ancienne. C'est ce qui se fait couramment dans les entreprises en difficulté passagère ;
- quand le prêt a vocation à être remboursé par une injection ultérieure de capital, le plus important est que son coût augmente dans le temps, afin d'inciter le souscripteur à lever du capital ;

4.6. Quel coût appliquer aux entreprises qui rembourseront après prolongation, mais avant terme ?

Une question complexe se pose pour les entreprises qui rembourseront leur PGE après renouvellement d'un an, mais avant terme. Elles auront payé « upfront » le coût de la garantie pour toute la période. Faut-il donc leur rembourser *pro rata temporis* ? Cela peut les inciter à rembourser une fois l'extension obtenue, mais à l'inverse les inciter à demander l'extension.

4.7. Résister aux pressions pour étendre l'instrument du PGE

Naturellement, il nous paraît essentiel de résister férocement aux pressions à l'extension de l'instrument qui commencent déjà à s'exercer : passage de la couverture de 90 à 100%, allongement de la durée de 6 à 8 ou 10 ans, facilitation de l'abandon de créance, etc....

5. RÉDUIRE LES PGE ET PRIVILÉGIER LES RÉPONSES EN CAPITAL

Faut-il donc arrêter les PGE ? A tout le moins en réduire le nombre et durcir les conditions, et privilégier les réponses en capital.

5.1. Subventionner les TPE sur des critères clairs et transparents

Pour les entreprises dont il est clair qu'on ne sait pas augmenter leur capital, et notamment les TPE (moins de 10 salariés), ou les PME durablement fermées (hôtellerie, spectacles etc.) et qui ne peuvent survivre surendettées, l'instrument qui s'impose n'est pas un PGE à restructurer plus tard selon des critères opaques, mais une subvention accordée dès maintenant sur des critères clairs et transparents.

C'est ce qu'ont fait les Allemands en prévoyant une enveloppe de plusieurs dizaines de milliards pour les TPE, dont le modèle économique consiste à appliquer les techniques d'indemnisation du chômage partiel aux charges fixes non salariales pendant la période de fermeture imposée : loyers d'immeubles, location de matériel etc. Le plus simple est de copier ce plan, et que le versement de la prime s'impute sur le PGE pour les entreprises qui en ont déjà bénéficié. Notons qu'au-delà du chômage partiel, une indemnisation des TPE pour la période de fermeture est prévue à hauteur de 1500 euros sous des conditions de perte de CA assez strictes (pouvant être portée à 5000 euros pour éviter le dépôt de bilan). Cette mesure va donc dans le sens proposé, mais elle reste très en dessous du dispositif allemand, qui indemnise à hauteur de 9 à 15 000 euros sur des critères très souples, selon le nombre de salariés ; la différence de calibrage se mesure également à l'enveloppe, 7 mds en France contre 50 mds en Allemagne.

5.2. Doter en fonds propres les PME/ETI et les grandes entreprises

En toute hypothèse, il est essentiel, pour les PME/ETI et grandes entreprises, de recentrer la communication et les enveloppes sur d'autres produits d'intervention de l'Etat et des entités publiques (CDC, BPI, FSI ou tout autre organisme permettant une gestion « arms length » en investisseur avisé), qui permettent à la fois de doter les entreprises de fonds propres ou quasi-fonds propres et de faire bénéficier l'Etat d'une rémunération correcte des risques pris, sans peser sur le solde budgétaire.

Toute la gamme des produits financiers peut être utilisée : actions sèches, actions de préférence, actions sans droit de vote, obligations échangeables, obligations convertibles, « Cocos », TSDI, etc. L'important est de privilégier les instruments qui correspondent aux besoins des entreprises, en en prenant les termes les plus simples, et de ne pas céder à la facilité procrastinatrice du PGE qui permet de remettre à plus tard les questions qui fâchent (dilution, gouvernance, etc.).

Pour les grandes entreprises cotées, les deux instruments les plus pertinents sont :

- **les actions sèches** (participation à une augmentation de capital) aux cours déprimés d'aujourd'hui, avec vocation de revente et de plus-values. Exigeante pour les actionnaires, qui devront en accepter la dilution, c'est sans doute la solution qui offre le meilleur intérêt patrimonial de l'Etat, puisque la participation à l'«upside» est proportionnelle aux risques. Bien sûr, les deux parties s'inquièteront légitimement de mettre en place les modalités de gouvernance qui permettront d'éviter de polluer les entreprises accueillant des entités publiques à leur capital avec les injonctions politiques contradictoires qui sont le propre de la sphère publique : maximiser la valeur et les dividendes, mais sans peser sur l'emploi ; rapatrier des activités industrielles et produire des médicaments en France, mais sans menacer l'environnement ; s'internationaliser tout en gardant sa nationalité d'origine ; rentabiliser le monopole d'Etat des jeux, mais en luttant contre les addictions, etc.). Ces conflits d'objectifs existent dans toutes les entreprises, mais il y a des moyens de ne pas handicaper les entreprises accueillant des capitaux publics par rapport à leurs homologues purement privées. L'Etat peut renoncer provisoirement aux droits de vote. Ou il peut utiliser l'entremise d'un gestionnaire public ayant une responsabilité fiduciaire propre et disposant d'une gouvernance spécifique lui permettant de résister aux pressions politiques de court terme (modèle CDC/BPI/FSI etc..).
- **les obligations convertibles (OC) à défaut**, à condition qu'elles offrent en cas de remboursement une rémunération suffisante du risque pris. A noter néanmoins que les OC, contrairement aux actions et aux échangeables, ne sont pas comptées comme des fonds propres par les agences de *rating*.

Pour les PME familiales accueillant des investisseurs minoritaires, les produits généralement les mieux acceptés, sauf perspectives de cotation ou de cession, sont les formules d'« **equity rachetable** » qui peuvent prendre la forme d'OC ou d'actions de préférence, et dont l'équation est assez simple vis-à-vis du chef d'entreprise. Elle consiste à lui apporter des actions de préférence ou une dette très subordonnée, c'est-à-dire prendre le risque de faillite, et lui dire : ou bien vous rachetez ma part avant 5/7 ans à un taux de rendement acceptable pour le risque pris (6 à 10% par an en général), ou bien on vend la société et l'actionnaire se rembourse par priorité... Cela évite de rentrer trop dans le détail sur la valorisation initiale ou les droits de gouvernance.

A défaut, il pourrait être envisagé de refinancer certains PGE pas des titres non amortissables de type « TSDI » à coupon élevé (4 à 8%, selon les prix qui les rendent reclassables chez des institutionnels), rachetables à la main de l'émetteur, le coupon étant subordonné au paiement de la dette bancaire, mais prioritaire par rapport aux dividendes.

Pour les entreprises détenues par des fonds de *private equity*, l'infrastructure est en place pour les moyennes et les grandes entreprises, et des fonds disponibles, ces fonds ayant levé avant la crise de grandes quantités de capital mobilisable.

Si l'on craint que les fonds de *private equity* soient insuffisants ou que l'appréciation du risque soit trop précautionneuse, la manière la plus simple de procéder est que la BPI, ou la CDC, ou tout autre organisme public jouant le rôle d'un investisseur professionnel, investisse homothétiquement au côté des fonds sérieux. Cette industrie fonctionnant « par millésimes », avec des dates fixes d'entrée et de sortie, les millésimes « post-crisis » sont toujours les meilleurs et les chances sont significatives que ces investissements soient rentables pour l'Etat, comme d'ailleurs les investissements en *equity* cotée.

Se pose seulement la question du mode d'encouragement d'une infrastructure capable de traiter les « petits dossiers », si petits qu'elle ne s'équilibre pas avec les frais de gestion standard du *private equity* (1,5 à 2% par an en moyenne). La loi « TEPA » avait mis en place un avantage fiscal à l'entrée pour les investissements en fonds propres de PME (50% de l'investissement, soit une bonification de 7% par an en moyenne sur la durée de vie du produit), qui a été, comme tous les avantages fiscaux, entièrement captée par les distributeurs et les gestionnaires du produit. Une solution moins coûteuse dans l'immédiat, mais probablement moins efficace, consisterait en un taux d'impôt encore réduit sur les plus-values éventuelles dans 5 ans, réservée aux fonds PME. La solution proposée récemment dans une note « Terra nova »^[11] nous paraît la plus appropriée : elle consisterait à ce que l'Etat et les régions consentent aux fonds spécialisés sur les petites PME une avance de l'ordre de 2% par an de leurs engagements, afin d'équilibrer leur modèle, cette avance étant éventuellement remboursable en cas de succès à hauteur d'une certaine proportion du « *carried interest* » (part des plus-values acquises à la société de gestion) des fonds qui dégageront des excédents.

[11] « Pour une stratégie de fonds propres », Les Gracques, 10/04/2020, Terra Nova.

CONCLUSION

Nous sommes entrés dans la crise dans une période où les niveaux d'endettement des entreprises étaient déjà assez élevés. Les PGE s'ajoutent à cette dette. Aussi bas que soient les taux, des entreprises maintenues avec un endettement de 20 à 25% de leur chiffre d'affaires en plus de leur dette habituelle deviennent des « zombies », comme celles qui ont durablement pénalisé la reprise japonaise.

Même pour une entreprise normalement rentable, avec une marge d'exploitation de l'ordre de 10% de son chiffre d'affaires, un tel endettement est insoutenable et ne peut pas s'absorber dans de bonnes conditions à moyen terme. Une part des cash flows dégagés doit être réinvestie pour juste maintenir l'activité. Les fonds disponibles pour rembourser la dette sont donc notablement inférieurs, par exemple 5% du chiffre d'affaires. Il faudra donc de nombreuses années sans pouvoir investir, ni croître, ni développer le besoin en fonds de roulement, ni rémunérer les actionnaires, en supposant même qu'aucun choc nouveau ne vienne menacer l'activité.

Ces entreprises n'ont pas besoin de dette garantie, ni de dette bon marché, mais de capital. Si les investisseurs habituels, au cœur de la crise, se mettent en mode « panique » (« risk off ») et ne sont pas prêts à souscrire ces risques à des conditions habituelles, c'est au secteur public de jouer un rôle d'investisseur contra-cyclique, en utilisant des méthodes professionnelles. Le budget de l'Etat y gagnera, puisque la rémunération de marché du risque est aujourd'hui élevée et les valorisations basses.

La distribution de PGE, qui fait prendre à l'Etat le risque de faillite contre une rémunération dérisoire, est un instrument d'urgence ; mais sur le moyen terme, il ne fait qu'accorder un répit au capital en place, sans aider les entreprises qui ont besoin de fonds propres, ni défendre les intérêts du contribuable qui prendra le coût des faillites sans participer aux plus-values des entreprises qui surmonteront la crise.

Le souhait qu'on peut formuler est que le secteur public substitue dans toute la mesure du possible aux PGE des investissements en *equity*, et que ceux-ci soient suffisamment volumineux, et les PGE suffisamment limités, pour qu'à terme les plus-values des premiers compensent les pertes probables des seconds.