

LIQUIDITÉ, ENDETTEMENT ET SOLVABILITÉ À L'HEURE DU COVID

*par Manuel Bouyer, Maxime Langet, Administrateurs judiciaires, BL et Associés,
et Gaétan Piens, Associé, Grant Thornton France*



Manuel Bouyer



Maxime Langet



Gaétan Piens

A une crise de liquidité évitée par des mécanismes universels reposant essentiellement sur la dette risque de succéder une crise de solvabilité qui devra être traitée par des mécanismes individualisés et fondés sur le renforcement des fonds propres.

La crise de liquidité évitée par des mécanismes universels fondés sur l'endettement

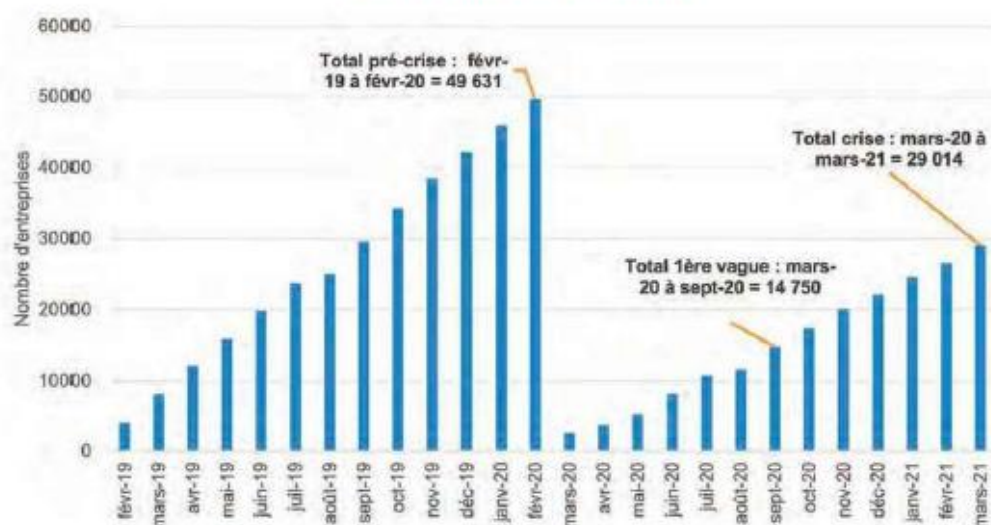
Face à la crise sanitaire et à ses effets sur les entreprises, la France a engagé des mesures - au nombre desquelles on compte le PGE, les reports de charges sociales et fiscales, l'activité partielle et les différentes aides et exonérations,

générales ou sectorielles / individualisées - qui ont permis d'assurer la liquidité des entreprises de façon uniforme dans le respect des normes européennes, sans que des critères d'individualisation n'entrent particulièrement en compte.

Ces mesures, couplées à des mesures d'ordre juridique édictées de manière exceptionnelle (puis durable pour certaines), ont abouti à une réduction notable des faillites de 2020 jusqu'à ce jour. On ne sait si cette situation doit être qualifiée de miracle ou de mirage¹ mais plusieurs études s'accordent à dire que les faillites devraient croître de manière significative dans les prochains semestres.

¹ « The business insolvency paradox in Europe : miracle and mirage » Coface economic publications, mars 2021.

NOMBRE DE DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES CUMULÉ SUR DOUZE MOIS AVANT ET PENDANT LA CRISE



Lecture : 49.631 (29.014) entreprises sont défaillantes sur la période février 2019 à février 2020 (mars 2020 à mars 2021).
Source : IGF/France stratégie d'après DILA (Bulletin des annonces civiles et commerciales – BOD.ACC)

Notons que si la baisse des défaillances atteint 40% en France, elle s'établit à 21% au niveau de l'Union européenne.

Le rapport du Comité de suivi et d'évaluation présidé par Benoît Cœuré² vient analyser l'étendue de ces mesures et

pose la question du devenir de ce stock de dettes et de son impact sur l'économie.

La synthèse des mesures mises en œuvre et des montants engagés présente, pour les principales d'entre elles, le stock de dette accumulée et les subventions déjà libérées.

SYNTHÈSE DES MESURES

Mesures	Natures	Montant (en Mds €)	Date d'arrêté
PGE	Prêt	140,0	12-mars-21
Report de charges sociales (stock)	Prêt	21,4	14-juin-21
Assurance-crédit garantie	Prêt	1,5	2-juil.-21
FDES et CODEFI	Prêt	0,5	9-juin-21
Report de charges fiscales	Prêt	n.a	n.a
Total - Prêts		163,4	
Fonds de solidarité	Subvention	33,6	15-juil.-21
Activité partielle	Subvention	32,1	16-juin-21
Exonérations de cotisations sectorielles	Subvention	8,3	n.a
Total - Subventions		74,0	

Source : Rapport précité pages 122 et s.

Note : consolidation des montants par les auteurs

²Rapport final du Comité de suivi et d'évaluation des mesures de soutien financier aux entreprises confrontées à l'épidémie de Covid-19 – Inspection générale des finances et France stratégie – 27 juillet 2021

La composante « subvention » des mesures engagées par la France tient principalement au financement de l'activité partielle, la plupart des pays ayant eu recours à de tels mécanismes, et au versement de fonds de solidarité pour un montant global de 34 milliards d'euros, dont 29 milliards

versés à des entreprises employant moins de 10 salariés (dont 16,7 milliards à des entreprises n'employant aucun salarié).

Pour les principales mesures fondées sur l'endettement, le rapport précité renseigne également sur la dispersion de leur octroi et leur évolution dans le temps :

Catégorie d'entreprises du dispositif	Emploi salarié privé en millions d'emplois	Montants validés et versés au titre du PGE (en Mds€)		Montants restant à recouvrer au titre des reports de cotisations sociales (en Mds€)	
		À fin sept. 2020	À fin mai 2021	À fin sept. 2020	Au 14 juin 2021
Moins de 10 salariés	3,1	55,9	70,3	12,1	8,3
De 10 à 19 salariés	1,6				
De 20 à 49 salariés	5,5	40,4	51,1	4,2	6,9
De 50 à 249 salariés					
De 250 à 499 salariés	2,5	7,2	5,3	1,2	2,6
De 500 à 999 salariés					
1.000 salariés et plus	4,7	14,5	13,3	1,5	3,7
Dont non déterminé	n.a	1,7	0,1	0,1	1,1
Total	17,3	118,0	140,0	18,9	21,4

Sources : Rapport précité

Note : le rapport précité fait une présentation en pourcentage, les auteurs ont converti en montants

Outre la dispersion de l'endettement constitué durant la crise sanitaire, on notera l'évolution de la distribution des dettes : hausse des PGE sur les entreprises de moins de 250 salariés accompagnée d'une baisse des stocks de dettes de cotisations sociales et évolution inverse s'agissant des entreprises de plus de 25 salariés.

La France a donc fait le choix d'un recours massif à l'endettement pour financer le choc de la crise sanitaire tandis que d'autres partenaires européens, notamment l'Allemagne, ont

quant à eux retenu des mécanismes de subventions de nature à absorber ce choc.

Les mesures mises en place en France doivent, en effet, être lues à l'aune de celles prises par les partenaires européens. Le rapport du Conseil européen du risque systémique (ESRB)³ donne à cet égard un nombre d'indicateurs intéressants permettant de comparer la situation des entreprises françaises par rapport à celles des pays européens.

ANNOUNCED SIZE AND UPTAKE OF SUPPORT MEASURE

	Total uptake (€ bn)	Total size announced (€ bn)	Total uptake (% GDP)	Total size announced (% GDP)
Moratoria	838	-	5.0%	-
Public loan guarantees	435	1,580	2.6%	9.5%
Public loans	66	57	0.4%	0.3%
Direct grants	112	327	0.7%	2.0%
Tax deferrals	77	170	0.5%	1.0%
Tax reliefs	13	75	0.1%	0.4%
Public support for credit insurance	-	227	-	1.4%
Total	1,541	-	9.2%	-
Total w/o moratoria	704	2,436	4.2%	14.6%

Source : ESRB (2021)

Note : There are gaps in the data reported and results should be interpreted with caution, especially for the uptake of direct grants, tax measures and credit insurance guarantees.

³ESRB "Prevention and management of a large number of corporate insolvencies" Avril 2021

Bien que devant être pris avec précaution pour certaines composantes, ces chiffres démontrent l'ampleur en valeur des mesures françaises fondées sur la dette, et en particulier les PGE.

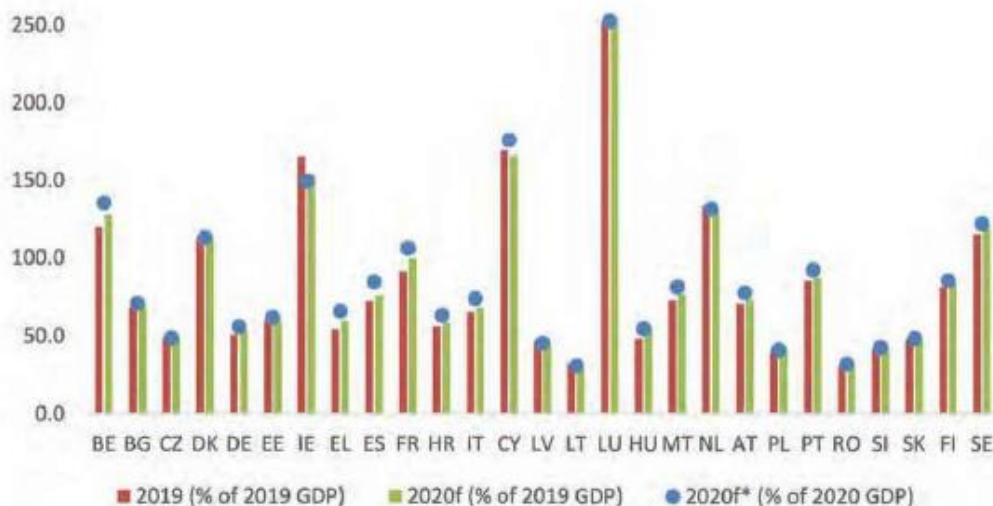
A la crise de liquidité évitée par les mesures massives mises en œuvre, en particulier en France, pourrait succéder une crise de solvabilité.

L'endettement des entreprises non financières françaises

par rapport à celles des pays européens doit quant à elle être appréciée au regard de la situation d'avant crise pour mesurer les enjeux auxquels celles-ci vont devoir faire face en termes de solvabilité.

Le rapport de l'ESRB présente la situation des entreprises non financières au sein des 27 partenaires européens et fait apparaître de fortes disparités entre les taux d'endettement ramenés au PIB.

NON-FINANCIAL CORPORATION SECTOR DEBT, CONSOLIDATED (% GDP)



Sources: European Commission, Eurostat and ANEKO. For methodology see European Commission (2021b). Note: NFC debt levels are expressed as a percentage of 2019 GDP apart from 2020f* which uses 2020 GDP as the denominator.

La dette financière des entreprises françaises représente désormais plus de 100% du PIB, niveau nettement supérieur à leurs homologues allemandes, espagnoles ou italiennes. Quelques pays se démarquent (Luxembourg, Chypre, Irlande, Pays-Bas, Belgique, Danemark) pour des raisons propres à leur environnement fiscal ou bancaire.

Face à ce niveau d'endettement, il convient de poser la situation de trésorerie de ces entreprises pour évaluer leur situation financière nette.

Les seules données publiques actuellement disponibles semblent provenir d'une étude de l'Institut des Politiques

Publiques commandée par la commission des finances du Sénat dans le cadre d'un rapport rendu public en mai 2021⁴.

Cette étude, basée sur les comptes 2020 publiés (par nature incomplète), présente en agrégé une stabilité de la dette financière nette des entreprises. Elle devra être revue en fonction de l'impact de l'année 2021 sur les bilans et des retards de paiement de cotisations cumulés qui viendront grever leur situation de trésorerie lors de leur apurement. L'étude pointe toutefois une forte disparité sectorielle, avec des dégradations parfois importantes du bilan des entreprises des secteurs les plus touchés par la crise.

⁴ Rapport d'information de M. Jean-François HUSSON, rapporteur général, fait au nom de la commission des finances - 12 mai 2021

La France a donc recouru massivement à des instruments de dettes pour financer les entreprises au cours de la crise sanitaire, là où d'autres partenaires ont recouru à des instruments de subventions de nature à permettre une absorption immédiate des effets de cette crise sans impact sur les bilans des entreprises.

Pour les semestres à venir, la question du traitement de la solvabilité des entreprises va évidemment se poser.

L'évitement d'une crise de solvabilité devra passer par différents mécanismes qui devront être individualisés et fondés sur le renforcement des fonds propres.

L'émergence d'une crise de solvabilité est pour le moment reportée par certains mécanismes existants : franchise en capital d'une année supplémentaire pour les PGE, suspension des mises en recouvrement par les créanciers publics et octroi simplifié de moratoires sur des durées de 24 à 36 mois.

D'autres ont été récemment mis en place, en particulier par un arrêté du 8 juillet 2021 - venu modifier l'arrêté du 23 mars 2020 sur la garantie accordée par l'Etat aux établissements prêteurs et en particulier son article 6⁵ - qui crée des mécanismes de maintien de la garantie de l'Etat pour les prêts restructurés au-delà de 6 ans sur décision judiciaire et fixe les modalités de calcul de la garantie et des appels provisionnels de la perte actuarielle dans ces cas de restructuration.

Ces mesures dédiées et étudiées au cas par cas devraient étaler suffisamment l'apurement de la dette pour éviter les situations d'insolvabilité immédiate.

Elles pourraient toutefois ne pas être de nature à régler l'enjeu du stock de dette accumulé et pourraient hypothéquer l'avenir des entreprises concernées, dont les flux de trésorerie seront consacrés à l'apurement de la dette et non à la réalisation des investissements nécessaires à leur pérennité.

La crise de solvabilité devra donc également être traitée par des mesures allant au-delà de l'allongement de l'amortissement des dettes constituées durant la crise sanitaire, qui ne constituera pour beaucoup de sociétés qu'une bouffée d'oxygène et non un second souffle.

Au niveau européen et national, de nombreuses réflexions sont donc en cours pour renforcer durablement la solvabilité des entreprises et assurer leur pérennité.

Ce renforcement de la solvabilité des entreprises passe tout d'abord par la croissance de leur activité, et par le financement de leurs investissements.

C'est dans ce cadre que le dispositif des Obligations Relance en cours de déploiement doit intervenir. Mais leurs

contours ne sont pas encore définitifs, notamment sur les règles d'octroi, et de nombreuses voix s'élèvent pour rappeler que ces dispositifs restent fondés sur la dette et qu'ils risquent d'être restrictifs favorisant les entreprises les moins endettées.

Le renforcement de la solvabilité suppose en outre une hausse immédiate des fonds propres, qui sont moins élevés dans les entreprises françaises par rapport aux entreprises européennes et qui ont été fortement réduits par l'effet de la crise sanitaire malgré les mesures de subvention.

Le dispositif de Prêts Participatifs Relance déjà en œuvre ne permet pas de faire face à cet écueil et d'autres mesures devront être recherchées.

Selon les réflexions en cours, elles pourraient passer par :

- La « transformation » des PGE en subventions, mais avec un risque de rupture d'égalité et une absence d'individualisation ;
- Des abandons de créances publiques, corrélés à des abandons du secteur privé, qui permettraient un contrôle individualisé des aides prodiguées. Notons que les textes existants, peu usités en pratique, permettent d'ores et déjà un tel traitement sous certaines conditions ;
- L'allocation de l'épargne constituée par les ménages durant la crise au renforcement des fonds propres des entreprises, au travers d'incitations fiscales ;

Des regroupements d'entreprises, parfois au prix de la disparition de certaines dans le cadre de procédures collectives, pour permettre à l'entité consolidée de se livrer aux investissements nécessaires à leur pérennité afin d'absorber les dettes et de financer leur croissance pourront également constituer une voie de résolution. Des baisses temporaires de charges sociales et fiscales pour reconstituer les marges bénéficiaires des entreprises pourraient également être étudiées.

Ces mesures seraient de nature à faire face à la crise de solvabilité, mais pourraient aussi retarder la disparition des entreprises non viables, entraver la réallocation des actifs au sein d'acteurs pérennes et perturber la concurrence sur les marchés.

Ces effets auxquels les autorités nationales et européennes seront confrontées pourront être limités par l'individualisation des mesures à l'étude et par le contrôle exercé à tous les stades de leur octroi.

Malgré tout, des situations d'insolvabilité sont inévitables et ne concerneront pas nécessairement des entreprises économiquement non viables.

⁵ Article 6 de l'arrêté du 23 mars 2020 accordant la garantie de l'Etat aux établissements de crédit et sociétés de financement

Le traitement des situations d'insolvabilité non évitables devra lui aussi tenir compte d'une approche individualisée

S'agissant des entreprises les plus fragiles et en situation de défaillance, une telle approche suppose que l'ensemble de la chaîne (établissements bancaires, conseils financiers, auxiliaires de justice et juridictions) soit à même de traiter la multitude de cas amenée à se présenter.

Ce point fait l'objet de développements dans une étude de l'ESRB publiée en janvier 2021⁶.

Cette étude propose des options à court et moyen terme en matière de traitement des entreprises insolubles et préconise à titre principal :

- Un renforcement des procédures « in court », par opposition aux « out of court », considérant que les résolutions des difficultés hors contrôle judiciaire se révèlent plus « artisanes » à l'égard de certains créanciers au détriment des autres et moins transparentes ;
- La facilitation des restructurations judiciaires permettant la poursuite de l'activité (maintien du bilan avec réduction du passif ou cession des entreprises sans leurs dettes hors dispositions législatives spéciales) et la facilitation des financements octroyés durant les phases de restructuration (privilège pré et post money)
- La prise en compte, dans les plus petites entreprises, du rapport étroit entretenu entre l'entreprise et son dirigeant, et la mise en œuvre de mesures à même d'assurer l'alignement des intérêts y compris en cas de restructuration importante, en permettant au dirigeant de conserver une participation dans l'entreprise restructurée, y compris en cas de cessions de l'entreprise sans transfert de dettes.
- La prise en compte de l'expertise nécessaire au traitement des entreprises en difficulté aux tailles les plus importantes, en appelant à une plus grande concentration de cette expertise et en prenant pour exemple les juridictions des Etats Unis, au sein desquelles « *the entire US bankruptcy system involves a handful of federal courts, and large firms use three of them almost exclusively (Southern District of New York, Delaware, and Texas)* ».

La question de la création de juridictions européennes amenées à traiter de la situation de certaines entreprises semble donc également posée par les autorités européennes. En effet, si la crise sanitaire a été appréhendée de manière différente par les états membres, toutes les économies européennes supporteront un coût économique et budgétaire important. Il appartiendra aux 27 de décider ou non de poursuivre leur intégration, dont l'emprunt commun européen a constitué une avancée majeure, pour faire face à la crise.

Enfin, cette étude rappelle que ce n'est pas la profondeur de l'insolvabilité qui devrait guider les choix en matière de traitement de l'insolvabilité, mais bien la viabilité économique de l'entreprise y faisant face, en décrivant le cadre idéal en ces termes :

"An ideal system would separate viable from unviable businesses based on business economics, not on capital structure; it would provide the means to restructure the liabilities of firms with a viable entity; it would provide a mechanism for reallocating resources away from low productivity uses, presumably by liquidating some firms; the system would do this swiftly and at modest cost; and the system would make sure that liabilities are paid fairly and in order of seniority, regardless of the liquidation decision."

"The institutions in the EU, which will play a key role in managing these insolvencies, do not currently live up to this ideal."

La pérennisation de certaines dispositions entrées en vigueur durant la crise sanitaire et la transposition à venir de la directive européenne adaptent le cadre juridique du traitement des entreprises défaillantes et mettent peu à peu au service des praticiens des outils juridiques et financiers à même de servir cet « idéal ».

Les intervenants (banquiers d'affaire, auditeurs, avocats, auxiliaires de justice, juridictions, ministère public) qui guident les parties prenantes des procédures d'insolvabilité (débiteur, créanciers, salariés) dans l'utilisation de ces outils, devront tenir toujours plus compte de ces enjeux économiques et continuer à suggérer la mise en place de nouveaux mécanismes adaptés à la réduction de la destruction de valeur inhérente aux faillites.

⁶ ESRB ASC Insight - B. Becker, M. Oehmke: "Preparing for the post-pandemic rise in corporate insolvencies" Janvier 2021.