

LE MAGAZINE DES

# PROFESSIONS FINANCIÈRES

#23  
Décembre 2021

&

DE L'ÉCONOMIE

NICOLAS DUFOURCQ

Directeur général de Bpifrance

Quelle économie  
post-Covid ?  
Dettes, Fiscalité,  
Financement



## Edito

**05** Marie-Agnès NICOLET

## Dossier :

## Quelle économie post covid ?

**06** Nicolas DUFOURCQ, Directeur général de Bpifrance  
Crise sanitaire : quel impact sur la situation des entreprises et quels défis à relever ?

**09** Jean-Marc DANIEL, Économiste français, éditorialiste et directeur de la revue Sociétal  
Retour sur la crise sanitaire

**11** Fabrice COLLARD, Directeur de recherche au CNRS  
Nous n'en avons pas fini avec la pandémie

**13** Gérard PFAUWADEL, Conseiller national à la sortie de crise  
Le plan national à la sortie de crise : accompagner chaque entreprise

**15** Frédéric VISNOVSKY, Médiateur national du crédit et secrétaire général adjoint de l'ACPR  
La situation des entreprises post-covid et les défis qui attendent les banques

**17** Christine JACGLIN, Directrice générale Banque Palatine, Simon RAY, Économiste, membre de BSI Economics et enseignant à Paris-Dauphine et Camille LECA, Head of Listing France, Portugal & Spain, Euronext  
Le monde d'après : Comment financer les entreprises tout en accompagnant la transition environnementale ? Privilégier le haut de bilan et cibler les investissements



**20** Christophe BOURGOIS-COSTANTINI, Ex chef d'entreprise (cash out en 2015), coach HEC, fondateur d'Intelligences Factory  
Quelle économie post Covid ?

**22** Dominique RESTINO, Vice-président de la CCI Paris Île-de-France, Président de la CCI Paris  
Quelle économie post-Covid à Paris ?

**24** Marc LEFÈVRE, Directeur Europe de l'Ouest, Scope Group, Thibault VASSE, Analyste, notation souveraine et du secteur publique, Scope Ratings  
Changement de paradigme : vers un assainissement budgétaire fondé sur la croissance

**27** Marie-Laure TUFFAL-QUIDET, Directrice Financements et Restructuration chez Philippe Hottinguer Finance, Membre de l' A.R.E et des W.I.R.  
La liquidité ou la solvabilité la crise COVID et le risque systémique

**31** Jean VINCENSINI, Avocat associé  
La fiscalité post-covid, un changement de cap ?

**33** Duncan LAMONT, Head of Research and Analytics, Schroders  
The pros, cons and incentives behind the SPAC-craze sweeping markets

**39** Agnès BÉNASSY-QUÉRÉ, Chef économiste de la DG Trésor  
Réallocation de main d'œuvre : place aux travaux pratiques



- 44** Julien CUSIN, Professeur des Universités chez IAE Bordeaux, Jean-Marc FIGUET, Professeur d'Économie, Responsable du Master MBFA de Larefi - Université de Bordeaux, Vincent MAYMO, Directeur adjoint du collège Droit Sciences Politiques Economie Gestion chez Université de Bordeaux  
Quel avenir pour les entreprises françaises en difficulté ?
- 47** Donald BRYDEN, Conseil de fonds d'investissement  
L'après Covid : une opportunité pour les fintech ?
- 48** Emmanuel HAUPTMANN, Associé fondateur de RAM Active Investments, responsable de la gestion systématique actions  
L'économie d'après-Covid.
- 50** Olivier SCHATZ, Représentant de la Compagnie financière Jacques Coeur pour la Belgique et le Luxembourg Senior external Advisor Europe Aurel BGC Senior Advisor Priscus Finance , Belgique et Luxembourg  
Quelques réflexions sur le financement des entreprises et sur le marché du placement privé
- 53** Éric GALIEGUE, Analyste financier indépendant, membre de la SFAF et de sa commission « Evaluation et Méthodes » Président de VALQUANT EXPERTYSE SAS  
Evaluation des Entreprises post covid

- 56** Arben BORA, Président d'Auxiga, leader européen du gage sur stocks  
TPE – PME : comment dépasser le mur de la trésorerie post-crise ?
- 58** Thomas MORTIER, Président – Groupe STACI  
La logistique : secteur résilient face à la crise sanitaire

## Chronique de la Recherche

- 60** Eric SÉVERIN, Professeur des Universités, IAE Lille, Université de Lille et David VEGANZONES Associate Professor, INSEEC U Research Center, ESCE International Business School, Paris, France  
Détection des faillites et allocation des ressources

## Chronique Littéraire

- 62** Philippe DESSERTINE,  
Le grand basculement

## Vie du Centre

- 63** Forums Mac Mahon,  
Travailler plus : pour les autres, ou pour soi ?
- 65** Nathalie de LARMINAT BOUGNOUX, Jean-Fabrice FEUILLET, Pierre LACOSTE  
Les travaux du Groupe de Travail « Contrôle et Conformité en Finance »



**MARIE AGNÈS NICOLET,**

Présidente de Regulation Partners  
Présidente du Comité Magazine et  
du Comité d'Orientation du Centre  
des Professions Financières

**A -t-on été trop optimiste en intitulant ce 23<sup>ème</sup> magazine des professions financières : « Quelle économie post covid » ?**

La crise sanitaire n'est peut-être pas derrière nous, mais il nous semblait important de faire un point d'étape sur la situation des entreprises, le bilan des mesures prises par les pouvoirs publics et de réfléchir aux enjeux et défis des entreprises suite à cette crise.

L'Europe a prévu d'investir pour la relance plus de 800 milliards d'euros dans un programme ambitieux (Next GenerationEU) destiné à réparer les dommages économiques et sociaux causés par la pandémie tout en oeuvrant pour une Europe « plus verte, plus numérique, plus résiliente ».

50% de ces investissements soutiendront la modernisation (transition climatique et numérique, recherche et innovation) et la résilience avec des programmes d'innovation autour de la santé.

Pour financer ce programme, Next GenerationEU empruntera sur les marchés et prépare des dispositifs spécifiques pour le remboursement de ces emprunts : des mécanismes d'ajustement carbone aux frontières, une taxe numérique, des systèmes d'échanges de quotas d'émission de carbone au sein de l'UE... Ces mesures seront-elles suffisantes et adaptées aux défis à venir ?

Plusieurs des auteurs de ce magazine s'accordent à le dire : les entreprises se sont montrées résilientes pendant cette crise. Mais au sortir des PGE et autres mesures de soutien de l'économie, les entreprises se sont-elles trop endettées ? Quel impact de la crise sur la capacité des entreprises à augmenter leurs fonds propres, à investir ? quel impact également les mesures de soutien de l'économie ont-elles eu sur les autres outils de financement plus traditionnels ?

Par ailleurs, comment analyser les résultats et la valorisation des entreprises sur ces deux années de situation inédite ? Les valorisations actuelles comme le dynamisme des introductions en bourse ou des projets de sortie de crise sont-ils pérennes ? Le Plan national de sortie de crise sera-t-il suffisant ?

Au final, la crise sanitaire a-t-elle été un facteur d'accélération plus profonde des stratégies et a-t-elle favorisé ou retardé le basculement vers l'innovation ?

Nous espérons que la lecture de ces articles vous permettra de trouver des éléments de réponse à ces questions d'une brûlante actualité. ■

# Crise sanitaire : quel impact sur la situation des entreprises et quels défis à relever ?



**NICOLAS  
DUFOURCQ**

Directeur général  
de Bpifrance

L'épisode de crise sanitaire que nous venons de traverser a représenté un choc inédit pour notre économie et nos entreprises. A l'heure où les économies européennes ont, on l'espère, réouvert définitivement, et enregistrent un rattrapage qu'il y a encore un an peu envisageaient aussi rapide, quel état des lieux peut-on dresser de la situation des PME et ETI françaises et quelles perspectives peut-on dresser pour le futur ?

Si on devait le résumer en un mot, le constat de la situation des PME et ETI françaises après dix-huit mois de crise sanitaire est celui d'une grande résilience. Les chiffres de plus en plus complets parus jusqu'à aujourd'hui l'attestent. Si l'on prend les résultats des enquêtes de conjoncture que l'on mène chez Bpifrance auprès de la population des TPE-PME et des ETI, que voit-on ? Côté trésorerie, la perception des TPE/PME n'a jamais été aussi bonne, même avant la crise sanitaire. La part des PME/TPE et ETI déclarant des difficultés insurmontables de trésorerie n'a jamais dépassé 5% depuis juin 2020. Côté investissement, les projets se sont naturellement ajustés à la baisse l'année dernière, afin de préserver l'équilibre financier, mais se sont très vite relancés. Là aussi, les indicateurs de l'investissement ont rattrapé leur niveau d'avant crise, voire dépassé ce niveau depuis le début de l'année selon l'INSEE.

Rappelons que pour la crise précédente de 2008-2009, il avait fallu 8 ans pour récupérer le niveau d'investissement d'avant crise. Pour celle-ci : 18 mois ont suffi ! Côté structure financière, toujours dans nos enquêtes, les TPE-PME qui se sentent fortement contraintes par le niveau de leurs fonds propres reste autour de 15%, une proportion similaire, voire légèrement inférieure à l'avant crise. La hausse de l'endettement brute des entreprises a certes atteint le montant important de 225 Milliards d'euros, -prouvant au passage le soutien important apporté à l'économie par le système bancaire via les PGE pour 130 Milliards mais aussi par des crédits classiques pour près de 100 Milliards-. Mais cette hausse de l'endettement brut a été compensée par une hausse parallèle des dépôts disponibles en banque de 215 Milliards, ramenant la hausse de l'endettement net des entreprises à 10 Milliards seulement. La Banque de France qui vient d'examiner 186 000 bilans de PME pour l'année 2020 indique que la dynamique d'accumulation des fonds propres, très soutenue depuis 10 ans, n'aurait que ralenti, mais qu'elle ne se serait pas inversée. Et on pourrait ainsi continuer à égrener le reste des statistiques positives comme la baisse drastique des défaillances constatée depuis le début de la crise sanitaire. Cette baisse, qui se prolonge en 2021 illustre la très grande résilience de notre

système productif, très loin de ce qu'on a connu lors de la dernière crise financière dont l'empreinte avait été beaucoup plus durable. Ce tableau n'est d'ailleurs pas une spécificité française et se retrouve dans l'essentiel des économies développées, en Europe et en Amérique du Nord.

Ces bons résultats ne sont pas arrivés tout seuls. Ils sont en partie liés à une situation financière qui s'était considérablement améliorée sur les 10 dernières années, notamment pour les PME et TPE qui ont vu leur taux d'endettement constamment baisser. Ils sont ensuite le fruit de la très forte mobilisation de l'écosystème, des pouvoirs publics, Etat et banquiers centraux, aux dirigeants eux-mêmes en passant par les intermédiaires financiers pour trouver les réponses rapides et évolutives au contexte sanitaire qui a bouleversé le fonctionnement de nos économies. Près de 700 000 PGE ont été déployés dont une très grande partie dès les premières semaines de la crise. Des transferts massifs ont été organisés pour compenser l'arrêt partiel ou total, parfois prolongé, de certains secteurs d'activité. Avec comme conséquences le maintien des relations de travail et la limitation à court terme de la destruction de capital humain et physique qui font qu'habituellement il est difficile de rebondir rapidement après une crise. Bpifrance a joué, avec l'appui de ses actionnaires, son rôle aux côtés de ses partenaires banques et fonds d'investissement pour apporter les solutions de financement adaptées à cette situation. Dans un premier temps pour parer aux besoins les plus pressants d'accès à la liquidité et soutenir le moral des entrepreneurs avec plus de 100 000 appels téléphoniques passés en 3 semaines, puis dans un deuxième temps pour soutenir la relance de l'investissement et de l'innovation.

La France a ainsi réussi à maintenir la dynamique entrepreneuriale dont on sentait déjà le souffle de plus en plus puissant avant le départ de cette crise sanitaire. Un exemple peut être donné à travers l'écosystème de l'innovation et des startups. Non seulement les fonds levés par les start-ups françaises ont réussi à progresser en 2020 (5,4Md€) par rapport à 2019 (5,0Md€), soit 5 fois plus qu'en 2013, mais les levées sur le premier



semestre 2021 (5,1Md€) sont déjà quasi à la hauteur du montant total de l'année dernière. Et la dynamique de levées ne faiblit pas en septembre avec 3 méga levées tombées le même jour (Mirakl, Sorare, Vestiaire Collective) pour 1,2 Md€ donnant un aperçu de l'effervescence sur ce marché, et portant le nombre des fameuses « licornes » françaises à 21. De façon plus large, la création d'entreprises a continué de progresser en 2020 et même en faisant abstraction de la dynamique des entreprises individuelles et auto-entrepreneurs, les sociétés nouvellement créées ont bondi de 35% sur les 6 premiers mois de l'année 2021.

Si le rebond de la dynamique entrepreneuriale a été plus fort qu'initialement anticipé, quels sont les défis que vont devoir affronter les entreprises ces prochains trimestres et ces prochaines années ?

Bien sûr la question de l'impact de la crise sur les bilans, qui ont été sollicités pour amortir et lisser dans le temps le choc de 2020, est à prendre en considération. Nous considérons cependant que la hausse du risque entreprise est loin d'être généralisée, même si on doit sans doute s'attendre à un rattrapage progressif des défaillances d'entreprises dans les prochains trimestres. Le recours au PGE a été massif. Celui-ci a néanmoins davantage joué un rôle d'assurance que de comblement effectif des pertes. Début septembre, nos enquêtes indiquaient toujours qu'une large majorité de TPE-PME emprunteuses (60%) n'avaient utilisé

qu'une minorité du montant emprunté. 5% craignent de ne pas pouvoir le rembourser, une proportion stable depuis le début de l'année, et finalement assez cohérente avec les travaux de la Banque de France estimant que 6 à 7% des entreprises seraient particulièrement fragilisées au sortir de cet épisode de crise sanitaire.

Les aléas conjoncturels restent par ailleurs encore assez forts notamment dans certains secteurs. Si pour la moitié des entreprises, le retour au niveau d'activité d'avant crise est quasiment déjà atteint, certaines filières restent encore fortement désorganisées. Des perturbations liées à un environnement international toujours volatile et un risque sanitaire élevé sont toujours présents à l'échelle du globe entraînant la poursuite des limitations des déplacements internationaux et la perturbation des chaînes logistiques et d'approvisionnement. Dans ce contexte, la reprise de nos économies dopées aux plans de soutien et de relance peut entraîner des frictions telles que des phénomènes de hausse des coûts, d'allongement des délais d'approvisionnement jusqu'à leur rupture.

Mais peut-être le défi le plus important qui attend les entreprises pour les prochaines années et la prochaine décennie sera de faire face d'une part à l'accélération des ruptures technologiques, et d'autre part à l'adaptation aux enjeux de la transition climatique. C'est donc le moment d'accélérer l'effort de modernisation, de

digitalisation et d'adaptation à des modes productifs décarbonés. Il en va de la nécessité économique et écologique, à l'heure où l'ensemble de nos partenaires vont accélérer de concert sur ces mêmes objectifs. A un horizon maintenant très rapproché, sous la pression des régulateurs, ou de la taxonomie que la Commission européenne est en train de définir, le système bancaire et les investisseurs publics et privés ne pourront plus financer ni re-financer leurs contreparties carbonées. La chute pourrait être brutale pour les entreprises qui n'auraient pas anticipé ce changement de paradigme. De là découle les trois axes majeurs du travail de Bpifrance pour les prochaines années : la rénovation de l'industrie française après le plan France 2030, la décarbonation de l'économie dans le respect de la trajectoire bas carbone avec le plan Climat de Bpifrance et le plan de relance de l'Etat et enfin le changement d'échelle du financement de l'innovation.

Pour faire face à tous ces défis, toute la boîte à outils de Bpifrance sera mobilisée : garantie, crédit, aides à la création, à l'innovation et à l'exportation, accompagnement, investissement direct et indirect, assurance-crédit en mobilisant l'ensemble de l'écosystème du financement des entreprises avec nous, banques et fonds de private equity français.

Une France décarbonée de 2030 peut voir le jour sous nos yeux. ■



# Retour sur la crise sanitaire

La chute de l'activité de 2020 qui a été spectaculaire (-3,6% au niveau mondial, -8,1% en France) avait ceci de particulier qu'elle était due quasi-exclusivement à un choc exogène -la pandémie- dont les conséquences économiques négatives ont été amplifiées par le confinement de la population -le premier confinement, celui du printemps 2020, qui fut presque total, a duré en France 55 jours...- et l'impossibilité pendant plusieurs semaines de travailler et donc de produire.



**JEAN-MARC DANIEL,**

Économiste français,  
éditorialiste et directeur  
de la revue Sociétal

## Inadaptation des politiques de relance keynésiennes

Ceux qui annonçaient dans ces circonstances des catastrophes voire un effondrement ravageur de l'économie se sont assez largement trompés car ils se sont contentés de reproduire les schémas d'autres récessions qui, elles, étaient endogènes et traduisaient la faible rentabilité de nombreuses entreprises. Le confinement a empêché l'utilisation du capital physique mais ce capital n'a pas été détruit. Dès qu'on a eu le droit de s'en servir, il a été immédiatement réutilisé et la production a retrouvé progressivement ses niveaux antérieurs. Ainsi, la France a retrouvé le PIB du dernier trimestre 2019 au dernier trimestre de 2021.

Un des problèmes auquel la plupart des pays ont dû faire face est que la réponse à cette récession a été inappropriée. Ils se sont engagés dans des politiques de relance traditionnelles d'inspiration keynésienne. Or les politiques keynésiennes ont pour but de contrecarrer un ralentissement de l'économie dû à une insuffisance de demande grâce à une augmentation des dépenses publiques. Mais en 2020, le problème n'était pas un manque de demande, mais un blocage de l'offre. L'OCDE a d'ailleurs souligné à plusieurs reprises que c'est la vaccination plus que les plans de relance qui a soutenu la sortie de crise.

En revanche, les dispositifs comme les PGE qui ont permis d'assurer

la préservation de la structure entrepreneuriale et d'écarter une faillite généralisée des entreprises ont été utiles.

Concernant les ménages, l'Etat a compensé les conséquences de la récession sur leur revenu, moyennant un accroissement spectaculaire de sa dette. Cela a eu deux conséquences : une hausse plus ou moins forcée de l'épargne, les ménages ne pouvant dépenser dans les périodes où les magasins étaient fermés ; une hausse des importations telle que notre déficit extérieur est plus important que celui de 1982 qui avait justifié le recours à la rigueur.

## Redresser les finances publiques

Maintenant que la reprise est là et que l'économie retrouve les tendances d'avant la Covid 19, la préoccupation centrale doit être celle de l'assainissement des finances publiques.

Les concernant, les débats se centrent essentiellement sur la dette publique dont le stock en France tangente les 120% du PIB. On évoque souvent à son propos le problème de son remboursement. C'est oublier qu'en pratique, elle est « perpétuelle », les Etats se contentant de verser les intérêts. Depuis le début du XIX<sup>e</sup> siècle, aucun crédit n'est inscrit dans leur budget pour le remboursement de leur dette. Aujourd'hui, chaque fois qu'un emprunt arrive à échéance, il est immédiatement remplacé.

L'enjeu est en fait la charge de la dette, et donc fondamentalement le taux d'intérêt. Et éviter que ce taux d'intérêt n'évolue de façon trop erratique relève de l'action de la banque centrale. Le statut de la Réserve fédérale américaine est explicite en la matière :

« *Maintenir en moyenne une croissance des agrégats monétaires et de la quantité de crédit compatible avec le potentiel de croissance de la production, de manière à tendre vers les objectifs suivants : un taux d'emploi maximum ; des prix stables ; des taux d'intérêt à long terme peu élevés* ».

Bien qu'indépendantes, les banques centrales maintiennent des taux très bas dans le but d'alléger la charge d'intérêt des Etats. Elles vont même plus loin puisqu'en rachetant sur le marché secondaire la dette, elles la rendent gratuite. En effet, les banques centrales reversent aux Etats les intérêts qu'ils leur ont versés sur leur dette.

Le problème est donc ailleurs. Il tient à ce que toute dépense publique non financée par un prélèvement sur la dépense privée augmente la demande. Or si cette augmentation se pérennise, elle entraîne soit un apport d'offre extérieure, c'est-à-dire un creusement du déficit commercial, soit une possibilité offerte aux entreprises d'augmenter leurs prix, c'est-à-dire une relance de l'inflation. De nos jours, les déficits publics récurrents débouchent sur des déficits extérieurs élevés : c'est ce que l'on appelle les « déficits jumeaux » (twin deficits en anglais).

## Inflation et pouvoir d'achat

Qu'en est-il en fait de l'inflation ?

Selon l'Insee :

« *L'inflation est la perte du pouvoir d'achat de la monnaie qui se traduit par une augmentation générale et durable des prix* ».

L'inflation est la conséquence d'un écart entre une demande devenue excessive et une offre qui a du mal à suivre. Les économistes appellent cet écart un « *gap inflationniste* ».

L'économiste Nicolas Gregory Mankiw a énoncé 10 principes qui résument les résultats de la science économique. Les deux derniers abordent l'inflation. Le 9<sup>e</sup>

affirme : « *Les prix augmentent lorsque le gouvernement imprime trop de monnaie* ». C'est-à-dire que la première source d'inflation est la création de monnaie servant à financer le déficit budgétaire. Il est complété par le 10<sup>e</sup> : « *A court-terme il existe un arbitrage entre inflation et chômage* ». C'est-à-dire qu'en cas de plein emploi, les entreprises tendent à verser des salaires supérieurs à la productivité du travail, ce qu'elles compensent en augmentant leurs prix.

Pour Mankiw, le gap inflationniste vient d'une demande rendue excessive par un déficit budgétaire hors de contrôle et d'une offre en panne du fait d'une faible croissance de la productivité. Il se trouve que notre situation économique est caractérisée par des niveaux de déficits publics inégalés et par un affaissement de la productivité.

L'inflation n'est pourtant pas au rendez-vous en ce sens que les hausses récentes de prix ne sont ni générales ni durables. Cela tient à ce que, dans une économie mondialisée comme la nôtre, la demande excédentaire se porte sur les importations, ce qui détériore nos comptes extérieurs.

Cette situation est d'autant plus préoccupante que la volonté affichée par nos dirigeants est d'accroître le pouvoir d'achat sans prendre en compte la réalité économique du pays qui, pour reprendre une phrase de Raymond Barre à la fin des années 1970, « vit au-dessus de ses moyens ». Revenons pour mesurer le danger à Mankiw. Le point 8 de ses 10 principes s'énonce :



### **Le pouvoir d'achat d'un pays dépend de sa capacité à produire des biens et services »**

Augmenter le pouvoir d'achat suppose de produire plus.

C'est en fait là que réside la conclusion à tirer de l'après crise sanitaire : la France, qui par rapport aux pays voisins, travaille globalement moins ne pourra améliorer sa situation économique qu'en mobilisant plus de travail. ■

# Nous n'en avons pas fini avec la pandémie

Plus de 4,5 millions de morts. C'est, à ce jour, le triste bilan humain infligé au monde par la pandémie de COVID-19 depuis son apparition. A pandémie rapide et brutale, réponse rapide et brutale. La plupart des pays affectés ont pris, dans un premier temps, des mesures de distanciation physique, de fermeture d'activités et de confinement drastiques dans le but de casser les chaînes de contamination et de limiter l'extension de la pandémie. S'il est difficile d'estimer le nombre de victimes ainsi évitées, le coût économique de ce "Grand Confinement", comme l'a baptisé Gita Gopinath –cheffe économiste du Fonds Monétaire International (FMI)– est massif. Jamais, depuis la fin de la seconde guerre mondiale, l'économie mondiale n'aura connu de récession aussi rapide et profonde. Le Fonds Monétaire International (FMI)<sup>1</sup> estime ainsi que l'économie mondiale a subi une contraction de l'activité de 3,3% en 2020. Dans un rapport pour la Brookings institution, les économistes Yeyati et Filippini<sup>2</sup> évaluent le coût économique de la pandémie à l'équivalent du produit intérieur brut (PIB) mondial en 2019, soit toute la richesse mondiale créée pour cette année.

Les coûts ne sont cependant pas partagés uniformément. Il existe une très grande hétérogénéité entre les pays. Les pays les plus exposés au virus ont été plus affectés par ce Grand Confinement. Mais l'histoire ne s'arrête pas là. Les économies dont la structure

## FABRICE COLLARD

Directeur de recherche  
au CNRS

sectorielle est d'avantage orientée vers des activités nécessitant des contacts –le tourisme par exemple– ont subi des pertes de croissance plus importantes. Ainsi, l'Espagne et la Grèce ont perdu respectivement 11 et 8,2% de PIB en 2020, contre 1,3% pour le Luxembourg. De la même façon, les économies exportatrices de biens primaires, utilisés en amont de la chaîne de production et de ce fait plus sensibles aux variations de la demande agrégée mondiale, ont également été relativement plus affectées. Où se situe la France dans ce tableau ? En 2020, la croissance de l'économie française s'est établie à -8,3%. Ce chiffre gomme cependant de fortes variations de la croissance au cours de cette année, très corrélée avec l'évolution de la situation sanitaire. Si le troisième trimestre était marqué par une forte embellie, les mesures de confinement et l'instauration du couvre-feu en octobre ont entraîné un repli du PIB de 1,3% sur le dernier trimestre.

La politique économique n'est pas restée inactive dans la crise. Sur le front des dépenses publiques, les mesures mises en place visaient deux objectifs principaux, soutenir la demande et assurer les conditions de l'offre. Le soutien de la demande s'est opéré à travers des transferts directs aux ménages ou des mesures de chômage partiel. Le maintien à flot d'entreprises par des mesures d'exemption (totale ou partielle) de taxes ou de prêts directs ont contribué au maintien des conditions de

1/ "Perspectives Mondiales de l'économie", Fond Monétaire International, Avril 2021.

2/ "Social and Economic Impact of COVID-19", Yeyati, E.L. et Filippini, F., Brookings Global Working Paper 158, 2021.

l'offre. Les gouvernements ont également engagé des dépenses supplémentaires à destination des services de santé. La marge de manœuvre budgétaire –c'est-à-dire la capacité du gouvernement à allouer des ressources à certaines dépenses sans compromettre sa situation financière– et le niveau des taux d'intérêt ont déterminé, pour une large part, l'ampleur des interventions. Les pays de la zone euro ont ainsi bénéficié de taux d'intérêt historiquement faibles, facilitant le recours à la dette pour financer ces mesures. Ainsi, les déficits publics français et italien ont largement dépassé les critères de Maastricht, respectivement 9,2 et 9,5% du PIB. La dette française qui s'établissait à 98,7% du PIB en 2018, représente maintenant 115,2% en 2021. Mais toutes les économies n'ont pas pu agir « quoi qu'il en coûte », certaines –essentiellement parmi les pays émergents– parce que leur dette souveraine était jugée trop risquée, renforçant ainsi la disparité entre pays.

Ces mesures fiscales ont été complétées par divers types d'interventions de la part des banques centrales. Le premier type d'intervention visait à soutenir la demande agrégée en maintenant de faibles niveaux de taux d'intérêt, soit en manipulant les taux directeurs, soit par des mesures non conventionnelles d'achats massifs d'actifs. Le second visait à garantir de bonnes conditions de financement des ménages et des entreprises par des apports massifs de liquidité dans le système financier. L'impact exact de toutes ces mesures est difficile à quantifier. Cependant, le FMI estime que la contraction de l'activité aurait été trois fois plus importante en l'absence de ces mesures.

Les prévisions de croissance pour l'année 2021 sont à la hausse. Le FMI prévoit une croissance de 6% pour l'économie mondiale, 6,4% pour les états unis, 4,4% pour la zone euro. Les prévisions pour la France sont également optimistes,

6,25%. Pour optimistes qu'elles soient, ces prévisions sont assorties d'une très grande incertitude et sont tributaires de l'évolution de la pandémie et de l'accès à une vaccination efficace (notamment dans les pays pauvres). Un nouveau variant résistant, une reprise de la pandémie et ce sont de nouvelles mesures de confinement qui seront prises, avec des conséquences sur l'activité et l'emploi qui pourraient être plus marquées dans la mesure où la marge de manœuvre des états est érodée. Si les banques centrales peuvent pallier certaines déficiences des états, elles ont également leurs limites. Elles ne peuvent mettre à mal leur crédibilité sur les marchés, ni compromettre la stabilité du système financier. Un scénario plus favorable d'un point de vue sanitaire ne signifie pas pour autant moins de prudence. Une reprise trop rapide dans les pays avancés pourrait conduire à une réévaluation du risque inflationniste. Cet accroissement du risque se traduirait par une baisse du prix des actifs financiers risqués, provoquant des pertes dans les établissements financiers non bancaires, mais également une élévation des primes qui limiterait le financement des entreprises et des ménages déjà endettés. Un durcissement des conditions de financement mettrait à mal les perspectives de croissance, pouvant ainsi conduire à une nouvelle baisse du prix des actifs et un nouveau resserrement des conditions de financement. Ce risque est cependant limité dans le temps, les banques centrales ayant montré par le passé leur capacité à contrôler l'inflation. Les politiques de soutien aux entreprises ont contribué à maintenir en vie un certain nombre d'entreprises non viables. Il faut sans doute s'attendre à une reprise des faillites à moyen terme. Ces politiques ont également pu entraîner une allocation inefficace des capitaux et de la main d'œuvre vers des activités moins productives, freinant ainsi la croissance à moyen terme. Nous n'en avons donc pas fini avec la pandémie. ■

# Le plan national à la sortie de crise : accompagner chaque entreprise



**GÉRARD  
PFAUWADEL,**

Conseiller national  
à la sortie de crise

**L**e ministre de l'économie, des finances et de la relance et le garde des sceaux ont signé le 1<sup>er</sup> juin dernier avec vingt-cinq partenaires publics ou privés le plan national de sortie de crise et m'ont désigné pour assurer sa mise en œuvre.

Ce plan est destiné à accompagner les entreprises en passant de la logique des aides générales mises en place pour faire face aux conséquences de la crise sanitaire à des soutiens ciblés et adaptés pour les entreprises les plus fragilisées par la crise. Il se décline en trois volets : détecter de manière anticipée les fragilités financières des entreprises, orienter les entreprises en situation de fragilité vers le meilleur dispositif et proposer à chaque entreprise une solution adaptée à sa situation. Ce dispositif ambitieux, qui est désormais parfaitement opérationnel, constitue une innovation importante à plusieurs titres.

## Un partenariat au service des entreprises

Il réunit largement l'ensemble des parties prenantes privées et publiques concernées : représentants des entreprises, des professionnels du droit et du chiffre et associations professionnelles du droit des procédures collectives ainsi que les administrations du ministère de l'économie et du ministère de la Justice, la banque de France, le médiateur du crédit, le médiateur des entreprises et la caisse centrale des URSSAF, notamment. Il associe

aussi les conférences des présidents des juridictions et des procureurs et procureurs généraux. Le plan doit permettre de mobiliser tous ces acteurs afin que les entreprises soient accompagnées au mieux.

Il repose sur une logique de partenariat dans laquelle les signataires du plan ont pris une série d'engagements afin de pouvoir aider les entreprises qui le souhaiteraient : par la mobilisation des réseaux professionnels et la possibilité de rencontrer un professionnel (avocat, administrateur judiciaire, mandataire judiciaire, expert-comptable et commissaire aux comptes, etc...) pour un entretien ou un diagnostic gratuit ou à des conditions tarifaires très compétitives. Le chef d'entreprise est ainsi accompagné pour évaluer la situation de son entreprise et envisager les options et solutions possibles.



## Une organisation opérationnelle au plus près des besoins des entreprises

L'organisation du plan repose sur un dispositif national de coordination des parties prenantes et sa déclinaison au niveau local, au plus près des entreprises.

Au niveau national, un comité national, que je préside, réunit toutes les représentants des parties prenantes publiques et privées du plan. Il s'est réuni en juillet et en octobre derniers afin de piloter la mise en œuvre du plan et partager les informations et expériences de ses membres.

Au niveau local, un comité départemental à la sortie de crise, présidé par le Préfet, assure la coordination de l'ensemble des représentants locaux des parties prenantes. Le directeur régional ou départemental de la Direction générale des finances publiques (DGFip), qui est aussi le conseiller départemental à la sortie de crise, assure la vice-présidence de ce comité. A ce stade, les comités se sont réunis dans chaque département, ce qui a permis de mobiliser l'ensemble des acteurs. Le comité peut aussi se réunir en formation restreinte avec les membres du comité départemental d'examen des difficultés des entreprises (CODEFI), afin d'évoquer, de manière totalement confidentielle, la situation des entreprises rencontrant des difficultés.

Le plan prévoit la désignation d'un interlocuteur public : le conseiller départemental à la sortie de crise qui est le référent du dispositif et est incarné par le secrétaire permanent des CODEFI. Enfin, un numéro vert, pris en charge par des agents de la DGFip, est opérationnel depuis septembre dernier. Il permet d'opérer une première orientation des entreprises en fonction de leur situation et de leur présenter, le cas échéant, les outils pouvant être utilisés.

## Des outils de détection et de traitement innovants

Le plan renouvelle les outils de détection à disposition des pouvoirs publics avec un dispositif innovant de détection

des fragilités des entreprises. Issu d'un partenariat entre la DGFip, la Direction générale des entreprises et la Banque de France, le dispositif « signaux faibles » est désormais opérationnel. A l'aide d'un algorithme prenant en compte de nombreuses informations sur les entreprises de plus de dix salariés (informations issues des URSSAF, de la DGFip, de la Banque de France, notamment), il doit permettre d'identifier, plusieurs mois en amont de la survenance des premières difficultés, les entreprises qui sont fragilisées par la crise sanitaire afin de pouvoir anticiper ces difficultés. Les dirigeants de ces entreprises peuvent être contactés de manière totalement confidentielle par les membres des CODEFI afin d'évoquer leur situation.

Le plan prévoit aussi la mise en place d'outils spécifiques de traitement des difficultés pour pouvoir répondre de la manière la plus souple et efficace aux besoins des entreprises. A cette fin, le législateur a adopté avec la loi du 31 mai 2021 une nouvelle procédure collective accélérée et simplifiée de traitement de sortie de crise. Elle s'applique aux plus petites entreprises, ayant moins de vingt salariés et moins de trois millions d'euros de passif, hors capitaux propres.

Enfin, pour les entreprises viables qui auraient des difficultés de financement, le plan prévoit la création d'un fonds de transition de trois milliards d'euros pouvant être utilisé pour apporter des fonds propres ou quasi fonds propres. Un comité consultatif que je préside donne un avis sur les demandes de financement faites par les entreprises. Ce comité consultatif s'est réuni pour la première fois le 27 septembre 2021. Ce dispositif de financement s'articulera avec d'autres outils de financement en cours de mise en œuvre : prêts participatifs relance et obligations relance, en particulier.

Depuis la signature du plan, la situation conjoncturelle de la France évolue favorablement. Le plan permettra de trouver des solutions rapides et pragmatiques aux difficultés que rencontreraient les entreprises fragilisées par la crise sanitaire. ■

# La situation des entreprises post covid et les défis qui attendent les banques



**FREDÉRIC  
VISNOVSKY,**

Médiateur national du crédit  
et secrétaire général adjoint  
de l'ACPR

**U**ne crise sanitaire qui oblige à arrêter les activités économiques et qui conduit les pouvoirs publics à mettre en place des dispositifs de soutien inédits, massifs, rapides pour les entreprises. Il s'en suit des prédictions de « fin du monde » : un mur de la dette pour les entreprises, une explosion des défaillances, un système bancaire à genoux sous le poids des créances non performantes.

L'action déterminée des pouvoirs publics qui ont adapté les mesures de soutien au fur et à mesure de la crise, des chefs d'entreprises qui ont affronté cette crise avec détermination, résilience et des capacités d'adaptation, un système bancaire solide qui a continué à financer l'économie, autant d'éléments qui apportent des démentis criants aux chroniques d'une catastrophe annoncée.

Les entreprises ont été fortement affectées par la crise de la Covid avec des baisses d'activité prononcées lors du 1<sup>er</sup> confinement mais l'économie a montré une capacité de rebond exceptionnelle et les plus récentes prévisions économiques permettent d'escompter une croissance de la production intérieure de près de 6 % en 2021 et un retour désormais proche du niveau d'activité d'avant-crise.

Cette capacité des entreprises à rebondir ne doit pas occulter les difficultés de certains secteurs, plus lourdement affectés, ni les enjeux qui attendent

beaucoup d'entreprises en sortie de crise avec un endettement accru.

Comme le souligne le rapport de l'Observatoire du financement des entreprises sur les fonds propres des TPE et PME<sup>1</sup>, avant la crise de la Covid, les TPE et PME ont connu une amélioration globale de leur situation en fonds propres sous l'effet principalement d'une mise en réserve des résultats. Cette amélioration de la structure financière s'était notamment traduite par une diminution du taux d'endettement financier. Ainsi, si globalement les TPE et PME ont abordé la crise avec des situations en fonds propres renforcées, une proportion d'entre elles présentait des fragilités, le niveau de fonds propres étant un déterminant majeur du risque de défaillance.

L'analyse de la situation des PME à partir de la base FIBEN de la Banque de France<sup>2</sup> montre que le chiffre d'affaires de ces entreprises a chuté de 5,2 % entre 2019 et 2020, la valeur ajoutée de 5,9 %. Les charges de personnel se sont ajustées à la baisse (- 4,9 %) grâce au dispositif d'activité partielle auquel elles ont largement souscrit. La baisse de l'excédent brut d'exploitation (EBE) est ainsi limitée à - 8,1 %. Dans l'ensemble, les PME ont plutôt bien résisté même si les secteurs n'ont pas été touchés de la même manière : la baisse du chiffre d'affaires est très marquée dans le secteur de l'hébergement et restauration (- 32,2 %) et, dans une moindre mesure, dans les services aux entreprises (- 8,7 %) et dans

1/ Observatoire du financement des entreprises : les fonds propres des TPE et PME (mai 2021)

2/ Bloc-notes Eco de la Banque de France : Billet n°224 - Crise sanitaire, quel impact sur l'endettement des PME ?



l'industrie (- 6,9 %) ; elle est plus limitée dans le secteur du commerce (- 2,1 %). En outre, ces disparités sectorielles cachent des situations très hétérogènes au sein d'un même secteur.

La dette des entreprises a certes augmenté puisque, sur l'ensemble des entreprises, la dette brute s'est accrue de plus de 200 milliards sur un an à fin décembre 2020 mais la dette nette n'a progressé que de 5 milliards, la différence se trouvant principalement en variation de trésorerie.

Une première analyse<sup>3</sup> des 205 392 bilans reçus par la Banque de France permet de décomposer plus finement ces chiffres globalement rassurants : 6 à 7 % du total des entreprises cotées pourraient être confrontées à des difficultés lors de la levée des mesures d'accompagnement. Ce sont notamment ces entreprises qui devront être accompagnées dans le cadre du plan d'action sur l'accompagnement des entreprises en sortie de crise<sup>4</sup> dont l'objectif est de détecter les fragilités financières, orienter les entreprises identifiées et leur proposer une palette de solutions.

La situation difficile de certaines entreprises devait plonger le système bancaire dans un gouffre de créances non performantes. Les résultats des stress tests réalisés par l'Autorité Bancaire Européenne<sup>5</sup> montrent au contraire la capacité des banques de la zone euro à faire face à un scénario

macroéconomique très dégradé. Mais surtout, les performances des banques, tant en 2020 qu'au 1<sup>er</sup> semestre 2021, montrent que le coût du risque reste correctement maîtrisé.

Cette situation favorable ne doit certainement pas conduire au relâchement, y compris dans la finalisation complète des réformes prudentielles (avec la transposition en Europe des règles de Bâle 3), mais elle donne aux banques la capacité à faire face aux défis des années à venir : contribuer à la dynamique de la reprise économique, continuer de s'adapter à un environnement de taux bas, répondre au défi des nouveaux acteurs du secteur technologique, contribuer aux transitions numériques et énergétiques de l'économie.

La crise de la Covid a montré toute la capacité des entreprises et des banques face à un choc sans précédent. Cette résilience dans la crise est le meilleur gage de confiance pour le rebond et la transformation attendue de l'économie pour répondre aux futurs enjeux. ■



3/ Bloc-notes Eco de la Banque de France : Billet n°219 - L'impact différencié de la crise sur la situation financière des entreprises

4/ Plan d'action sur l'accompagnement des entreprises en sortie de crise et La médiation du crédit est mobilisée pour sa mise en œuvre

5/ 2021 EU-wide stress test - July 2021

# Le monde d'après : comment financer les entreprises tout en accompagnant la transition environnementale ?

## Privilégier le haut de bilan et cibler les investissements



**CAMILLE LECA,**

Head of Listing France,  
Portugal & Spain, Euronext



**SIMON RAY,**

Économiste, membre de BSI  
Economics et enseignant  
à Paris-Dauphine



**CHRISTINE JACGLIN,**

Directrice générale  
Banque Palatine

Au service de la relance et de la transition écologique, le financement de haut de bilan peut alléger le poids de la dette.

Depuis mars 2020, les besoins de liquidités, engendrés par le tarissement de l'activité dans certains secteurs, ont été satisfaits par le recours à l'endettement. L'action combinée des États et des banques - au travers des programmes de prêts garantis - et des autorités monétaires - grâce à l'assouplissement des conditions de financement - a été cruciale.

Sur l'année 2020, la dette des entreprises rapportée au PIB est ainsi passée de 73% à 88% en France, de 46% à 51% en

Allemagne et de 63% à 72% en Italie. Concomitamment, les actifs financiers liquides des entreprises, notamment les dépôts bancaires, ont fortement augmenté tandis que le recours aux crédits courts se réduisait. Cette situation limite l'augmentation de la dette nette. Elle reflète l'attitude précautionneuse de dirigeants d'entreprise verrouillant un financement bon marché dans un environnement incertain. Elle résulte aussi de la liquidation d'une partie des stocks au cœur de la crise, ce qui interroge quant à la stabilité de cette liquidité dans la phase de reprise qui s'ouvre.

La hausse de l'endettement liée à la crise Covid soulève deux enjeux majeurs pour

Le financement des entreprises dans les années qui viennent.

- Premièrement, un enjeu de stabilité financière relatif à la capacité des entreprises à rembourser toute la dette contractée. Il convient de rappeler que les exercices de quantification du niveau des prêts non performants hérités de la crise restent soumis à de très fortes incertitudes, qui ont notamment trait au rythme de la reprise dans les secteurs les plus touchés.
- Le second enjeu est la capacité d'investissement des entreprises, dans un contexte de nécessaire transition écologique et digitale. Les entreprises qui se sont endettées pour financer une baisse d'activité ont partiellement obéré leur capacité d'endettement à court terme. Dans une étude récente (<https://www.suerf.org/policynotes/23823/the-macroeconomics-of-covid-19-leverage>), il est estimé qu'à l'échelle de la zone euro, la perte de PIB potentiel résultant de la baisse des capacités de financement liée à la dette COVID pourrait s'élever à 3,4%.

Ce diagnostic plaide d'une part pour une attention particulière des autorités monétaires et prudentielles portée aux conditions de financement des entreprises dans l'immédiat après crise et d'autre part pour le recours par ces entreprises à des solutions de financement complémentaires, notamment de haut de bilan. À cet égard les Prêts Participatifs Relance et Obligations Relance, dispositifs de financement en quasi-fonds propres partiellement garantis par l'État, lancés en avril 2021 pourraient, en dépit d'un démarrage poussif, contribuer à soutenir l'investissement en France dans les prochains mois.

## Reconstituer les fonds propres des entreprises en recourant aux marchés financiers.

Les marchés financiers représentent un outil de la relance qui s'appuie sur la liquidité abondante des investisseurs comme en témoigne la dynamique d'IPO et des opérations secondaires. Ainsi, sur le 1<sup>er</sup> semestre 2021, Euronext – première place boursière en Europe – a accueilli plus de 100 nouvelles introductions en bourse, dont des IPO emblématiques qui ont permis de lever des montants records tels que les licornes Believe (300 millions d'euros levés) ou Aramis Group (387 millions d'euros levés). Par ailleurs, les sociétés déjà cotées ont eu recours aux marchés, en levant un montant record de 54,4 milliards d'euros en equity sur les marchés Euronext, soit + 96% par rapport au premier semestre 2020.

Cette dynamique a été alimentée par plusieurs facteurs. Dans un contexte durable de taux bas, la recherche d'une rémunération plus importante encourage le recours aux actions.

Ainsi, les institutionnels disposent de fortes capacités d'investissement et privilégient les secteurs en pointe que sont les technologies, la digitalisation et les éco-industries. La thématique et les critères ESG deviennent prépondérants dans leurs choix d'allocation d'actifs. Euronext vient d'ailleurs de lancer le CAC 40 ESG® pour accompagner cette tendance.

**Les investisseurs particuliers ont également repris goût à la bourse :** 16% des investisseurs individuels ont commencé à investir en 2019 et 2020 et en 5 ans, la demande moyenne des investisseurs particuliers à l'IPO a été multipliée par 24.



**Enfin, de nouveaux véhicules d'investissement émergent et accroissent les capacités de financement en fonds propres, tels que les SPAC,** qui proposent des conditions d'accès aux marchés moins contraignantes. Les SPAC ont connu une forte croissance aux États-Unis. Les fonds levés via ce type de véhicules s'élevaient à moins de 2% de ceux des IPO jusqu'en 2014 ; à 18% en 2019 et 45% en 2020. Ils se développent aujourd'hui en Europe. Euronext a ainsi accueilli 16 nouveaux SPAC sur ses marchés en 2021, dont 4 à Paris.

### Orienter le financement de la transition écologique et environnementale vers les PME et ETI, acteurs majeurs de création d'emplois et d'activités dans les territoires.

Au cours de la dernière décennie, les PME et les ETI françaises ont été les locomotives de la création d'emplois en France et dans beaucoup de pays européens. Tous les secteurs - Immobilier et BTP, industries, services - ont été à la manœuvre et vont être touchés par la transition environnementale.

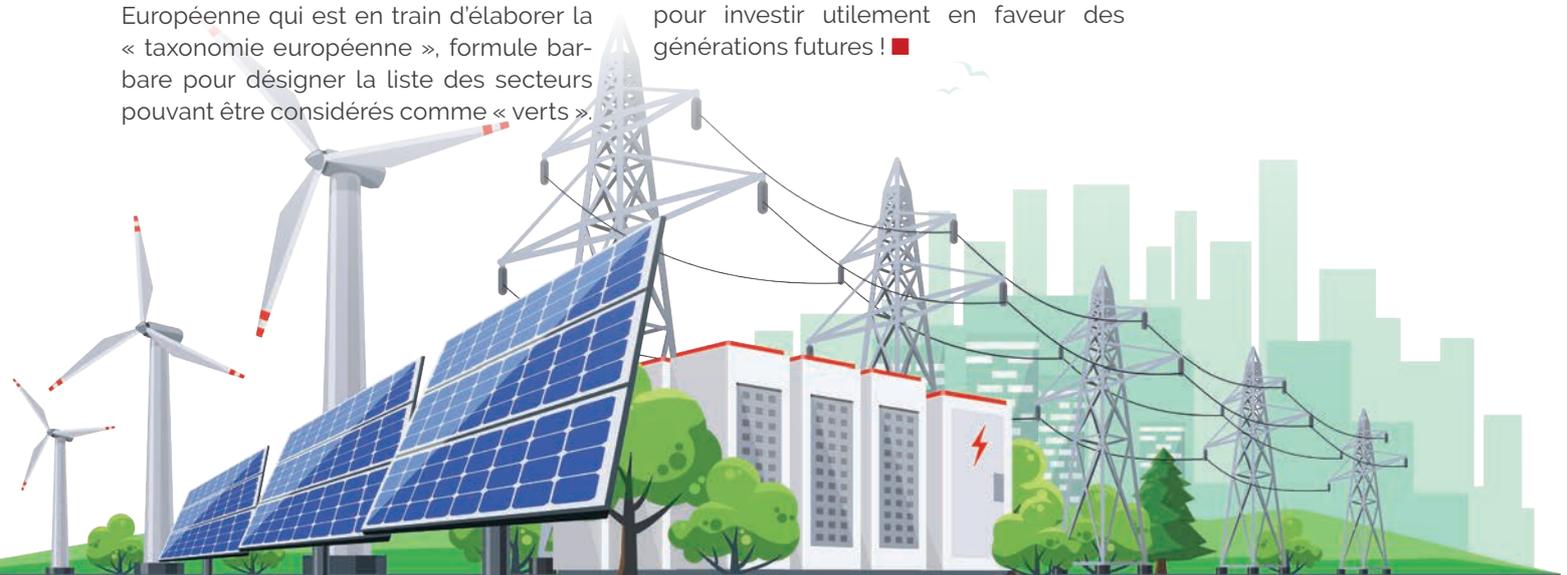
Ces entreprises restent principalement financées par les banques. Ces dernières devront progressivement apprendre à prioriser le financement des investissements facilitant la transition environnementale, l'innovation, la création d'activités répondant aux nouvelles normes écologiques et sanitaires. Elles sont en attente du résultat des travaux de l'Union Européenne qui est en train d'élaborer la « taxonomie européenne », formule barbare pour désigner la liste des secteurs pouvant être considérés comme « verts ».

Dans notre pays nous avons la particularité d'avoir la Banque de France qui, dès 2017, a lancé le « réseau pour le verdissement du système financier » en vue de promouvoir les meilleures pratiques en matière de finance verte. En 2019, elle a même été la 1<sup>ère</sup> banque centrale à publier un rapport sur sa politique d'investissements responsables. Les banques françaises peuvent s'appuyer sur cet exemple pour faire évoluer leurs systèmes d'octroi de crédits.

Chez Banque Palatine, nous proposons d'ores et déjà aux promoteurs immobiliers que nous finançons d'analyser la qualité environnementale et sociale de leurs programmes via une « calculatrice verte ».

Par ailleurs, en lieu et place d'interdiction de financement de certains secteurs ou pratiques considérés comme non verts (mais dont certains sont encore indispensables au fonctionnement de nos économies et de nos sociétés), il serait pertinent que les régulateurs bancaires adaptent les calculs de risques pondérés des banques à la taxonomie pour fléchir peu à peu les crédits vers l'accélération de la transition environnementale. Cela aurait le mérite pratique à la fois de renchérir le coût du crédit pour les secteurs non verts en leur appliquant une forme de taxe carbone financière et de ne pas mettre fin brutalement à certaines activités.

Au total, pour financer la transition de nos économies et celle des PME et ETI, passons de l'incantation à la transition réelle et agissons tous ensemble pour investir utilement en faveur des générations futures ! ■



# Quelle économie post Covid ?

## Plus rien ne sera comme avant !

La crise de la Covid a fait ressurgir, et pour certains accueillir, ce qui est étrange en nous-mêmes. Mais si elle a eu le mérite de replacer l'homme au cœur du débat et provoquer des introspections salutaires, elle a aussi montré qu'une économie basée sur une pensée unique courrait à la catastrophe, trop axée sur les valeurs chiffres-efficacité-rentabilité qui hiérarchisent et enferment au détriment de « l'intime ». Car la Covid n'est pas qu'une crise sanitaire. Elle vient cristalliser une profonde crise morale et spirituelle qui pose la question de la vie en communauté et donc de la relation à soi et aux autres dans une économie de sens. Nous n'avons pas su préserver l'héritage d'une modernité politique, née avec la philosophie des Lumières, qui se basait sur la volonté d'émancipation des individus pour une humanité meilleure à travers les progrès de la technique et son cortège de libertés, le recul de l'ignorance, le dialogue et l'amélioration des conditions de travail. Au contraire, le XX<sup>e</sup> siècle a connu la victoire des castes, des préjugés, de la volonté d'imposer ses points de vue, de l'absence d'écoute, des injonctions parentales, du management top-down<sup>1</sup>, de la pensée unique, de l'hégémonie de la rationalisation, de la prédominance progressive du quantitatif sur le qualitatif, au détriment de tout autre courant centré sur l'humain. Et notre XXI<sup>e</sup> siècle se poursuit avec la numérisation du monde qui a pour conséquence de placer les données numériques au centre des



## CHRISTOPHE BOURGOIS COSTANTINI

Ex chef d'entreprise (cash out en 2015), coach HEC, fondateur d'Intelligences Factory, un lab qui permet aux gens de se connecter à leurs multiples intelligences. L'expertise se base sur plus de 650 interviews et séances avec des personnalités iconiques comme Raphaël Nadal, François Pinault, Thierry Marx, Fabrice Midal, Luc Ferry, Marinette Pichon, David Foenkinos, Brigitte Lahaie, Jean Todt... et de nombreux résultats sociologiques issus des plus grandes écoles américaines, du Cnrs, etc. Il accompagne des champions dans le sport, la politique, l'entreprise et beaucoup de personnes moins connues. Il est conférencier et intervient régulièrement dans les médias.

échanges économiques et sociaux, avec en corollaire une surcharge cognitive et la dilution des liens qui favorisent la peur.

L'économie post Covid devra alors sortir de sa zone de confort, réinventer le management des entreprises, optimiser les ressources naturelles, réconcilier économie et écologie, optimiser la mobilité, repenser la ville et certains services, construire un écosystème de sens, créer de la valeur pour la communauté et générer confiance et bonheur. Elle devra arrêter de confondre multiculturalisme et mondialisation au profit de la première pour une plus grande solidarité. Elle devra redonner ses lettres de noblesse à l'intuition, la résilience, le lâcher prise, et se concentrer sur la recherche du Telos de chacun.

## Quelques idées forces et leviers :

### **L'économie de demain devra réinventer le management et remettre l'homme au centre du jeu**

Elle devra créer du lien, co-construire, favoriser des postures d'accueil, de *caring*, de créativité et de souplesse. Déléguer la confiance et favoriser l'autonomie, inverser le top-down, développer l'écoute, adopter un mode de gouvernance beaucoup plus ouvert sur l'individu, dans l'ici et maintenant, l'observation des acteurs, de leurs influences, de leurs ressentis à eux-mêmes, de leurs multiples intelligences et des interactions qui les relient.

La source de notre bonheur et de notre bien-être n'est ni l'argent ni la célébrité, mais la qualité de nos relations humaines : c'est la conclusion de la plus longue étude sur le bonheur jamais réalisée, menée depuis 1938 par Harvard. Le leadership devra se traduire désormais plus dans la capacité de créer du lien que d'être un sachant, l'économie devra générer un bonheur qui ne se réduit pas simplement à être en bonne santé et survivre mais qui permettra de réaffirmer les valeurs de liberté, fraternité, existentialité, justice, comme le rappelait le philosophe Comte-Sponville.

### L'économie de demain devra apprendre à viser et non pas à vouloir atteindre à tout prix

Aucun algorithme, aucun prévisionniste, n'avaient prévu cette crise inédite. Elle est venue bousculer tous les « je veux », « il faut » et autres objectifs quantifiés, synonymes d'un but à vouloir atteindre-le Skopos. Mais lorsqu'on veut atteindre un but, on crée une tension car on se place dans un futur dont nous n'avons pas le contrôle et nous ne sommes plus dans le présent. L'économie post Covid devra alors apprendre à viser un but, et surtout tout mettre en œuvre pour développer la seule entité contrôlable : notre Telos, nos ressorts intimes, notre « qui suis-je ? » par la recherche de nos motivations intrinsèques.

### L'économie de demain devra s'appuyer sur les motivations intrinsèques

Au commencement était la motivation 1.0, celle de la survie pure et simple, de la reproduction, des premiers liens sociaux et du troc. Au fil du temps, avec le développement de l'économie de masse, nous sommes passés à la motivation 2.0, la carotte et le bâton, illustrée par l'organisation scientifique du travail issue des modèles de Taylor et de Ford. Le travail était découpé, la dimension rationnelle puis algorithmique des tâches mise à l'honneur au détriment du collectif. Une récompense extérieure-extrinsèque- encourageait l'activité, une punition la sanctionnait. De nombreuses études et expériences démontrent désormais que ce système ne fonctionne plus. Cette récompense conditionnelle a un effet négatif car la personne renonce alors à son autonomie. Elle ne favorise



plus l'excellence et réduit notre réflexion créative. Place alors à la motivation 3.0, intrinsèque -le Telos, surtout dans la guerre effrénée de recherche de talents, dans laquelle trois fondements psychologiques innés doivent prendre toute leur place : être compétent, autonome et entretenir des liens. Quand ces trois piliers existent, nous sommes productifs, motivés et heureux, et cela a été démontré dans de nombreux cas en situation de télétravail. Les personnes qui désormais réussissent le mieux sont celles qui ne recherchent pas directement le succès, mais qui travaillent dur et surmontent les difficultés en raison d'un désir intérieur de garder le contrôle de leur propre existence, de mieux ressentir le monde qui les entoure et de réaliser des choses durables, qui ont du sens. Un travail intéressant et satisfaisant est désormais synonyme d'autonomie.

L'économie post Covid va devoir changer de paradigme pour transformer les organisations et accompagner les individus pour que chacun y trouve sa motivation intrinsèque, sa place et son équilibre.

L'économie post Covid sera comportementale ou ne sera pas. ■

### Publication chez First

*Les secrets de vos 10 intelligences pour redonner du sens à votre vie*

1/ Expression anglo-saxonne qui définit une organisation du haut vers le bas : décidée au plus haut niveau de la hiérarchie, elle s'applique à l'ensemble de l'entreprise

# Quelle économie post-Covid à Paris ?

Après plusieurs années particulièrement difficiles pour l'économie de la capitale avec les attentats, l'incendie de Notre-Dame, les manifestations des « Gilets jaunes » et la grève des transports, les entreprises et les commerces parisiens ont à nouveau été très lourdement touchés dès mars 2020 par la crise sanitaire.

L'épidémie de Covid-19 a en effet provoqué une brutale mise à l'arrêt de l'économie et en raison de l'importance des secteurs du tourisme, de la restauration, de la culture et du commerce, **Paris a été encore plus impactée que le reste de la France et même que l'Île-de-France.**

Selon les dernières données collectées par l'observatoire de l'économie parisienne, instance mise en place début 2021 par la Ville de Paris, l'Atelier parisien d'urbanisme (Apur), la Chambre de commerce et d'industrie de Paris et de nombreux partenaires, Paris est le seul département francilien et un des rares départements français où les entreprises ont enregistré un nouveau repli de leur chiffre d'affaires au 1<sup>er</sup> trimestre 2021 (- 6,3 % par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre 2020).

De même, il faut souligner que les grands pôles de commerce et de tourisme de la capitale sont très affectés par plusieurs phénomènes résultant de cette crise : le maintien à un niveau important du télétravail qui prive les commerces et les restaurants d'une partie de leur clientèle



**DOMINIQUE RESTINO,**

Vice-président  
de la CCI Paris Île-de-France,  
Président de la CCI Paris

dans la semaine ainsi que le petit nombre de touristes étrangers très préjudiciable à certains lieux (Champs-Élysées, Boulevard Haussmann...).

Cette situation affecte particulièrement une économie de services fortement dépendante de la fréquentation touristique : ce secteur est privé de perspectives depuis plus de 18 mois et certains établissements hôteliers n'ont pas rouvert depuis mars 2020 alors qu'en temps normal ils accueillent des millions de visiteurs internationaux.

D'après l'Office du tourisme et des congrès de Paris (OTCP), il y a eu entre 3,6 et 4,7 millions de touristes dans le Grand Paris entre juin et août 2021. C'est un peu mieux que l'année précédente, où l'on en avait recensé 2,6 millions entre juin et août 2020. C'est en revanche beaucoup moins qu'en 2019, année de référence avant le Covid-19. Plus de 10,2 millions de visiteurs avaient alors séjourné sur le territoire du Grand Paris. La baisse de la fréquentation touristique a été de l'ordre de 60 % entre 2019 et 2021.

Parallèlement, plus de 400 salons et des centaines de congrès ont été annulés depuis mars 2020. Ces annulations représentent des milliards d'euros de pertes directes et indirectes pour l'économie parisienne. En effet, la reprise timide des salons à Paris ne suffira pas à sauver une année 2021 qui a déjà vu l'annulation de 154 salons. Selon un bilan réalisé récemment par la CCI Paris Ile-

de-France, c'est un manque à gagner de 3,4 millions de visiteurs et de 39.300 entreprises exposantes. Les retombées économiques perdues atteignent déjà 2 milliards d'euros au seul premier semestre 2021 et 5 milliards depuis le début de la crise.

À plus long terme, **quelles seront les impacts de la crise sur l'économie parisienne ?** Sans vouloir préjuger de certaines évolutions qui étaient déjà marquées avant la crise sanitaire, six points devront faire l'objet de la plus grande attention dans les prochains mois :

- **Le télétravail** : quelle que soit son ampleur, l'essor du télétravail aura pour effet de réduire les déplacements domicile-travail des actifs et, en conséquence, limitera l'animation de certains quartiers de bureaux. Des espaces seront libérés pour d'autres usages.

- **Le commerce** : selon le dernier recensement effectué en octobre 2020, on dénombre plus de 61.500 commerces et services commerciaux dans la capitale, soit une très forte densité commerciale comparée à celle des autres grandes villes françaises. Le sujet de la vacance commerciale devra être suivi avec précision dans les prochains mois car certaines activités (équipement de la personne, restauration, hôtellerie, vente de presse...) ont été très touchées par la crise qui a pu amplifier des tendances déjà à l'œuvre auparavant avec le développement du e-commerce.

- **L'immobilier de bureaux** : avec un parc estimé à 17 millions de m<sup>2</sup> à Paris, l'immobilier de bureaux accueille près de la moitié des emplois parisiens, soit plus de 960.100 emplois. L'immobilier de bureaux a été immédiatement impacté par la crise sanitaire en 2020. Et même si depuis le début de l'année 2021 la situation semble s'améliorer, la politique immobilière des entreprises risque de peser sur le marché des bureaux dans les prochains mois.

- **Le tourisme** : dans ce secteur très touché par la crise sanitaire, la reprise s'annonce incertaine. L'envie de se déplacer existe à nouveau mais Paris pâtit encore



de la fermeture des frontières, qui la prive des flux de touristes américains ou asiatiques. Le retour des touristes internationaux n'interviendra peut-être pas avant la fin de l'année même si la diffusion des vaccins devrait favoriser le retour à une situation presque normale courant 2022.

- **Les congrès et salons** : si le retour des visiteurs devrait se concrétiser dans les prochains mois, les nouveaux modèles initiés pendant le confinement devraient perdurer dans ce secteur (salons virtuels ou hybrides...) et le retour aux fréquentations de 2019 n'est pas garanti pour les salons. Toutefois, le format « digital » ne permet pas tout ce qui fait la richesse d'un événement : les interactions, les échanges spontanés et le contact avec les produits. Les salons devraient donc reprendre leur développement mais il est difficile de dire à quelle vitesse.

- **Les tensions en matière d'emplois** : de nombreux secteurs d'activité font face à des difficultés de recrutement ; ces tensions sur le marché de l'emploi pourraient limiter la reprise économique dans certaines activités, notamment dans le secteur de la restauration.

Pour conclure sur une note d'optimisme, **l'accueil des Jeux olympiques et paralympiques de Paris 2024** sera un formidable facteur d'attractivité pour la capitale et pourraient créer jusqu'à 150 000 emplois. C'est l'un des grands enjeux des prochaines années pour la capitale : former les jeunes et les conduire à un emploi durable dans des secteurs qui cherchent des compétences ! ■

# Changement de paradigme vers un assainissement budgétaire fondé sur la croissance

**L'**Europe a renoué avec la croissance économique et un scénario solide de sortie de crise semble enfin se dessiner, appelant à une réflexion sur les orientations à donner aux politiques budgétaires dans les années à venir.

Les mesures de soutien d'ampleur inédite mises en place par les Etats européens ont préservé leurs économies face aux restrictions nécessaires à l'endigement de la Covid-19, mais ont entraîné un recours massif à l'endettement. Les marchés de capitaux ont pu fournir ces montants sans douleur, offrant des taux d'intérêt particulièrement faibles. Les pays développés bénéficient en effet depuis plusieurs années de conditions d'emprunts particulièrement avantageuses grâce aux politiques ultra-accommodantes des banques centrales. Si l'endettement public en Europe atteint des niveaux records, les charges d'intérêts des états sont en baisse constante (Graphique 1-page suivante). En France, elle est passée de 2.6% du PIB en 2000 à 1.3% en 2020 et atteindrait 0.8% d'ici 2026.

Les épisodes récents d'inflation alimentent les craintes d'une remontée rapide des taux d'intérêts, mais ils sont dus à des facteurs temporaires liés à la pandémie qui devraient se dissiper à moyen terme. Il y a fort à douter que les tendances structurelles d'un excès d'épargne et d'une insuffisance chronique de demande agrégée s'inverse. Si les



**THIBAUT VASSE,**

Analyste, notation souveraine  
et du secteur publique,  
Scope Ratings

taux augmentent, il est peu probable qu'ils reviennent à leur niveau d'il y a 20 ans. Une remontée progressive des taux ne se traduirait pas immédiatement par une hausse de la charge de la dette, notamment, en vue de l'allongement de la maturité moyenne des dettes publiques qui verrouille pour un temps ces taux faibles.

Ainsi, le paradigme dans lequel s'inscrivent les stratégies budgétaires des pays européens a changé ; les pays européens ont tiré les leçons des crises précédentes et se sont réorientés vers des politiques fiscales favorables à la croissance, facilitées par le contexte de taux faibles.

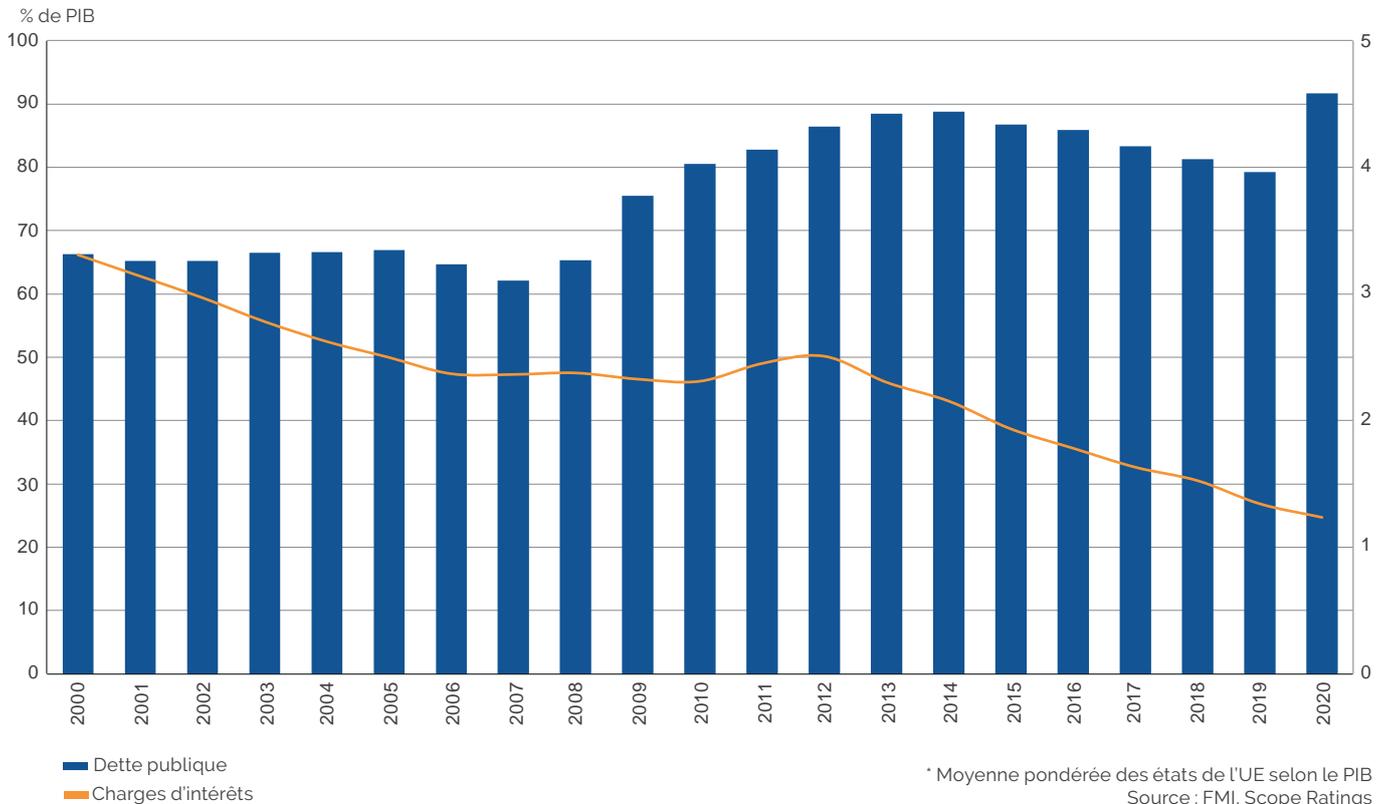


**MARC LEFÈVRE**

Directeur Europe de l'Ouest,  
Scope Group



**Graphique 1. Niveau d'endettement public et charges d'intérêts moyens\* en Union Européenne**



La crise du Covid-19 n'est toutefois qu'un ultime exemple des chocs majeurs et imprévisibles auxquelles nos économies sont sujettes. Cette incertitude nous enjoint à tirer parti des conditions de financement actuelles pour nous assurer les marges de manœuvres budgétaires nécessaires pour répondre aux crises à venir.

L'assainissement des finances publiques devra passer par une augmentation du potentiel de croissance des pays européens. Pour ce faire, les politiques budgétaires de sortie de crise doivent préparer les conditions d'une croissance pérenne et soutenable, apte à faire face aux défis écologiques et sociaux.

Les institutions européennes ont un rôle essentiel à jouer dans cet effort commun. Le plan Next Generation EU représente une composante clé dans ce processus. D'un montant de 750 milliards d'euros, le plan doit soutenir la croissance et promouvoir la convergence au sein de l'UE par les transferts budgétaires, les investissements ciblés et les réformes structurelles qu'il engage (Graphique 2-page suivante).

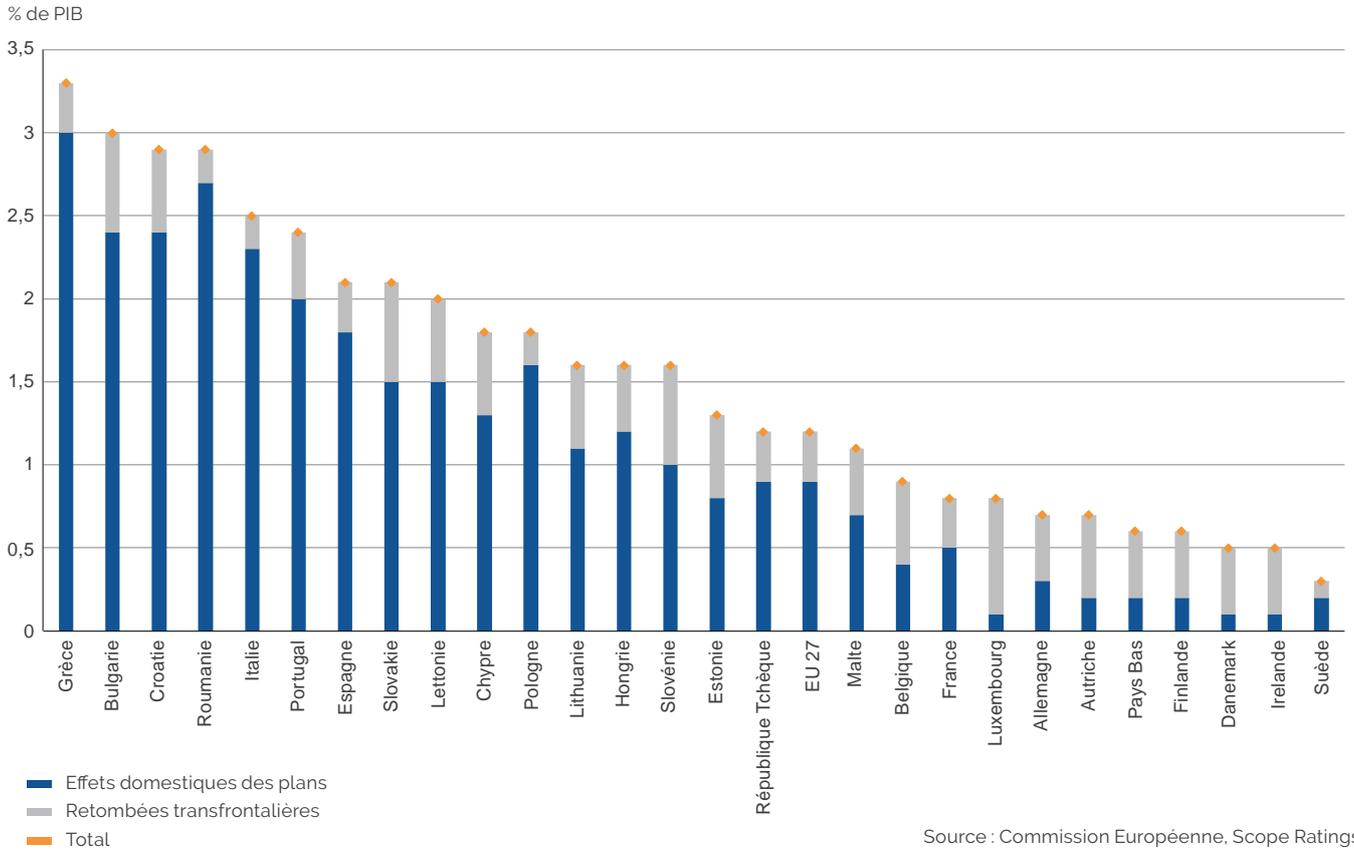
Dans ce contexte, la capacité institutionnelle des états à mobiliser les finances publiques et enclencher les réformes en faveur d'une croissance solide post crise sera la clé de voute de la soutenabilité des dettes publiques. ■

*Avec la contribution de Brian Marly, Scope Ratings*

### À propos de Scope

Premier fournisseur et acteur européen indépendant de notation de crédit, d'analyse ESG et d'analyse de fonds, le groupe Scope compte près de 300 collaborateurs dans ses bureaux à Paris, Berlin, Londres, Milan, Madrid, Oslo, Stockholm et Francfort et se positionne comme la seule véritable alternative européenne aux agences de notation américaines. Son rôle, au cœur du financement de l'économie réelle, au sein de l'équation entre émetteurs et investisseurs, prend tout son sens aujourd'hui et répond aux attentes renforcées de l'écosystème en faveur d'une plus grande souveraineté européenne du financement.

Graphique 2. Evaluation de l'impact économique du plan Next Generation EU



# La liquidité ou la solvabilité

## la crise COVID et le risque systémique



**MARIE-LAURE  
TUFFAL QUIDET**

Directrice Financements  
et Restructuration chez  
Philippe Hottinguer  
Finance,

Membre de l' A.R.E  
et des W.I.R.

La réaction de la collectivité européenne, et plus particulièrement française, à la pandémie du COVID 19 a été d'éviter une crise de liquidité pouvant entraîner des faillites en chaîne.

Les PGE ont été octroyés par les banques, en leur qualité de fiduciaires du denier public et donc de leur aptitude à apprécier la capacité de l'emprunteur à rembourser cette aide.

Cette capacité de remboursement s'appuie sur les hypothèses établies par les sociétés de retrouver leur chiffre d'affaires normatif (i.e. 2019). En d'autres termes, la rentabilité doit être majorée afin d'affecter entre 5 et 6,25% du CA au remboursement du PGE et cela, sans tenir compte des incidences des tensions sur la supply chain mondiale ou encore de l'éventuel retard en investissement des entreprises.

Les entreprises à BFR négatif sont celles pour lesquelles la perte sèche de CA entraîne rapidement des risques d'impasse de trésorerie, elles sont aussi celles qui attirent généralement plus facilement les placements des institutionnels et qui, pourtant, risquent la dégradation de leur note de crédit, entraînant potentiellement une provision ou une dévalorisation de la participation (base de mark to market value) de l'institutionnel et, in fine du bilan consolidé de la banque avec un potentiel risque systémique.

**L**e séisme du COVID a entraîné une manne d'argent frais pour éviter un effet domino par manque de liquidité de tous les acteurs économiques. La France a choisi, outre les aides fiscales et sociales, pour pallier tout risque systémique, que les banques françaises, fiduciaires du denier public, accordent, après une analyse succincte, des prêts amortissables jusqu'à 25% du chiffre d'affaires (CA) de l'exercice 2019, selon les modalités choisies par l'emprunteur et sur une durée maximale de 6 ans. L'automatisme d'octroi a été limité par la seule contrainte imposée par la réglementation européenne concernant la solvabilité de l'emprunteur. A la date de la demande, ce dernier ne pouvait être considéré comme une entreprise en difficulté au sens de la réglementation européenne.

Les banques bénéficiant à due concurrence, majoritairement, de 90% de l'encours du prêt consenti, de la garantie étatique, aucune autre garantie, de quelque forme que ce soit, ne pouvait conditionner l'octroi du Prêt Garanti par l'Etat (PGE). In fine, on pourrait dire que le PGE a permis de faire supporter par la collectivité les conséquences, en trésorerie, de la perte de chiffre d'affaires et donc la dépréciation définitive de valeur, usuellement portée et supportée par les associés de la société.

Il convient de rappeler que le système bancaire et les établissements financiers ont également participé au soutien de

l'économie, en accordant des franchises de remboursement (souvent principal et intérêts) pendant une période de 6 mois, les échéances étant alors, majoritairement, payables en fin de période.

Pour certains secteurs (tourisme, aéronautique...), il est estimé que le retour à des chiffres d'affaires équivalents à ceux de 2019, n'interviendrait pas avant 2023, voire 2024. Les sociétés dont le BFR est structurellement négatif, tournées vers le BtoC, sont celles qui ont le plus souffert de l'arrêt des activités, sans besoin de ligne court terme, l'absence de chiffre d'affaires ayant pu les plonger dans des impasses de trésorerie.

Les prévisionnels de reprise d'activité établis au niveau microéconomique, c'est-à-dire par la contrepartie crédit de la banque, anticipent le délai nécessaire pour retrouver le CA normatif (2019) et son évolution. Ce business plan et ce plan de trésorerie, support de la demande de PGE, ne pouvaient prendre en compte, sur le BFR de reprise des sociétés françaises, les effets perturbateurs (i) de la durée réelle de la crise COVID (estimée initialement à 3 mois mais d'au minimum 18 mois) (ii) d'un arrêt de production et de la fermeture de ports en Asie du Sud-Est et (iii) de la forte reprise de la demande mondiale.

Le premier effet a été partiellement corrigé

par une franchise de remboursement d'un an, optionnellement prorogable d'une année, permettant un amortissement sur 4 ans et non 5 ans, comme initialement prévu, alors que les autres effets correspondent à des hypothèses plus ou moins fondées, sans aucune certitude quant à leur réalisation. Et pourtant, de ces hypothèses découlent la capacité ou non de la société à apurer sa dette COVID sans encourir un risque d'insolvabilité.

En cas d'amortissement in fine, soit au 6<sup>ème</sup> anniversaire, la société pénalise sa reprise d'activité par un endettement important et, pour certaines, la démonstration de son incapacité à retrouver sa rentabilité ante-COVID. Dans 3 à 4 ans, elle devrait rembourser jusqu'à 25% du CA de 2019, en espérant que l'Ebitda normatif généré pendant cette période de franchise puisse permettre le paiement de la dette COVID sans risque d'instabilité financière.

En cas d'amortissement linéaire, le remboursement correspondrait à 5% (sur 5 ans) ou 6,25% (sur 4 ans) du CA 2019, quel que soit le CA effectivement réalisé et la rentabilité réelle de la société.

Dans ce contexte, et au regard de l'obligation de notation annuelle de la contrepartie crédit, son appréciation qualitative sera d'autant plus prégnante qu'elle évoluera dans un secteur impacté



par le COVID. En d'autres termes, la capacité du management à établir un BP à réaliser avec un esprit « entrepreneurial » d'une entreprise « startuppeuse » avec un comparatif historique « rompu » sera primordiale à la réalité de son potentiel à recréer rapidement de la valeur, et attirer ainsi des capitaux.

Les délais pour modifier le business model sont d'autant plus courts que la reprise mondiale est forte.

Dans le traitement par l'Intelligence Artificielle (IA) des données financières des contreparties bancaires, les ruptures dues au COVID sont à retraiter par le chargé d'affaires, afin de « corriger » du conjoncturel l'appréciation de la solvabilité de l'entreprise. La liquidité générée par les reports d'échéances fiscales, sociales et bancaires, le recours au chômage partiel et le PGE permettent d'éviter une impasse de trésorerie mais n'obèrent pas le risque de prise en compte d'absence de rentabilité, cette dernière ressortant de la grille d'analyse IA des comptes 2020 (avec, notamment, une alerte baisse de CA).

Les effets de la reprise mondiale et des variations « négatives » de la supply chain sur la variation de BFR de l'entreprise seront constatés avec un effet retard via l'analyse, à compter du dépôt des comptes, des comptes de l'exercice n-1, soit ceux de 2021 au cours 1<sup>er</sup> semestre 2022 (prenons pour exemple des reports de CA du fait du retard dans la livraison des composites/composants avec une augmentation des stocks de produits semi-finis...).

Dans le même temps, les prises de participation en capital, les emprunts, prêts participatifs ou émissions obligataires souscrits par des institutionnels seront également impactés par la conséquence des effets post-COVID de leurs participations. Du fait de la nécessité d'apprécier la « fair value » de leur participation, certaines dépréciations sont à anticiper, pouvant entraîner, si les montants sont significatifs un risque de dépréciation du titre de participation de l'institutionnel dans les livres de la banque et, par effet domino, un risque financier systémique.



Alors, à la question du comment pouvoir limiter l'éventualité de ce risque systémique, **quelques pistes de réflexion peuvent être dessinées, sans qu'aucune ne soit, à date, réellement explorée.**

- Sur le plan de l'économie réelle, assurer le soutien des entreprises :
  - dans le financement de l'effet supply chain international dans la chaîne de valeur afin de retrouver le parallélisme de croissance entre l'augmentation du CA et celui du BFR. Cette solution permet de faire supporter les conséquences, normalement pluri-annuelles, de la perturbation entre l'offre et la demande mondiale par la collectivité. Elle pourrait prendre la forme de (i) subventions spécifiques (remboursables en fonction de critères de « surperformance » par rapport au normatif), ou encore de (ii) soutien pour le maintien de la couverture de l'assurance-crédit, ou de (iii) bonification des soutiens en trésorerie entre partenaires afin de pallier les incidences des perturbations mondiales sur le financement du BFR post-COVID...
  - Dans la création de valeur rapide en assurant une accélération de la rentabilité : une réduction des impôts de production (et des charges sociales) dans le cas où les anticipations et les hypothèses du management permettent la réalisation, dans un laps de temps court, d'un Excédent Brut

d'Exploitation supérieur à celui de 2019. Cette incitation permet de faire ressortir les « fleurons » pouvant bénéficier des capitaux nécessaires à leur croissance (et revaloriser les participations des institutionnels plus rapidement).

- Sur le plan de la stabilité financière :
- Les incidences du COVID devraient être prises en compte dans les réglementations « bâloises » pour en éviter les incidences sur la solvabilité des institutions financières. En d'autres termes, le principe du « Bail in/Bail out » pourrait être écarté si la dépréciation de la participation est due majoritairement au COVID et ses effets postérieurs. Pourraient être ainsi définis certains secteurs pour lesquels le report de la durée de détention afin de revenir à une normalisation de l'activité ne serait pas pris en compte pour l'appréciation de la dépréciation de la valeur. Une liste restreinte des secteurs concernés, une note explicative et une validation par les CAC pallieraient les risques de contestation.
- Une pondération des dégradations via les notations automatiques des outils IA pour prendre en compte la qualité du management ou encore le risque sectoriel pourrait permettre de diminuer le coût de l'analyse et l'effet « boule de neige » des volumes non corrigés.
- Sur le plan de la politique économique et fiscale européenne :
- Permettre la couverture de ce besoin nouveau de BFR post- COVID (perturbation avec des délais fournisseurs raccourcis, une croissance des stocks notamment de produits semi-finis induisant un décalage de facturation et d'encaissement...) par une consolidation des ressources longues des entreprises via la mobilisation de l'épargne. En cas de liquidation de la société, les épargnants seraient en droit de déduire l'intégralité de leur investissement de leurs revenus imposables.
- via une politique fiscale et financière au niveau européen incitant aux rapprochements d'entreprises (jumelages). En effet, une réindustrialisation et un regain de compétitivité de l'Europe pourraient voir le jour avec la constitution de stocks

tampons et/ou de pôles européens d'excellence. Cela s'accompagnerait d'une harmonisation fiscale (les négociations se déroulent au niveau mondial avec un taux minimum « acceptable » de 15%).

Les discussions européennes pour permettre une harmonisation fiscale (malheureusement toujours adoptée à l'unanimité) avec une approche fiscale sur la notion d'« Etat Marché » (lieu de vente) et non domiciliation (résidence fiscale et établissement stable)<sup>1</sup> seraient à adopter rapidement pour faire de l'Europe un marché attractif alors même que nous manquons d'espace géographique et d'industries.

Dans les années 70, « la France n'avait pas de pétrole mais avait des idées », en 2022 ne serait-il pas opportun de rappeler que « l'Europe n'a pas de semi-conducteurs mais elle a de la créativité industrielle », c'est à elle qu'il revient de s'en donner les moyens. ■

1/ Voir l'article du Forum Mac Mahon de sept 21 « Souveraineté fiscale des Etat, réalités et perspectives en 2021 »



# La fiscalité post-covid, un changement de cap ?

Vers une fiscalité adaptée aux contribuables numériques et multinationaux pour mieux soutenir les contribuables locaux...



**JEAN VINCENSINI,**

Avocat associé

L'épidémie de COVID19 a profondément bouleversé le paysage économique. Ses impacts ont été très brutaux pour ceux dont l'activité a dû être interrompue ou fortement ralentie du fait de mesures de prévention. Pour pallier la baisse des revenus, les pouvoirs publics ont contribué à la couverture tant de leurs frais fixes (personnel, loyers...) que de leurs dettes fiscales et sociales. Certaines entreprises, usant de solutions numériques, ont su se réinventer, en conservant un personnel actif et des capacités de production importantes tout en recourant à des dispositifs innovants (outils digitaux, télétravail, etc.).

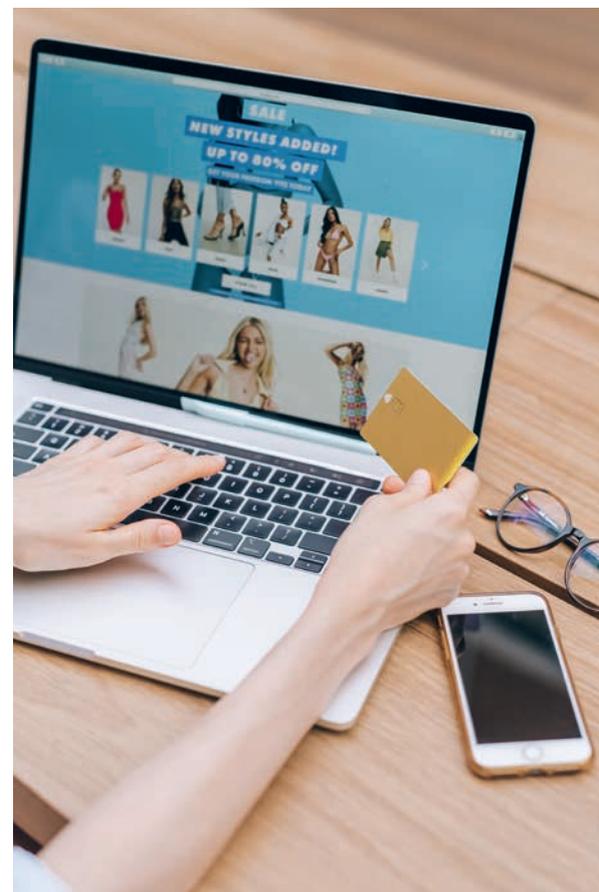
Pour compléter les subventions, le recours facilité au chômage partiel, les reports de charges sociales et les prêts garantis par l'Etat, les autorités ont instauré des mesures d'aides fiscales, en permettant une déduction accrue des abandons de créances et en assouplissant le report en arrière des déficits fiscaux reportables. En parallèle, la baisse du taux d'impôt sur les bénéfices à 25% se poursuit jusqu'à son terme, en 2022.

Malgré cela, avec la fin du « quoi qu'il en coûte », les liquidités accrues dont bénéficient certaines entreprises vont se réduire, poussant certaines d'entre elles à rechercher de nouveaux investisseurs ou à se rapprocher de leurs partenaires ou concurrents. Le dispositif actuel de lutte contre la sous-capitalisation est très souple et permet aux PME et ETI

d'accéder facilement à des niveaux d'endettement élevés sans limitation fiscale à la déduction des charges financières y afférentes. Il devrait faciliter de tels rapprochements.

Par ailleurs, les périodes de confinement ont significativement changé les habitudes de consommation des contribuables. Sous l'impulsion des

**L'épidémie de COVID a mis en lumière les déséquilibres de l'économie française et la nécessité d'adapter le système fiscal actuel face aux entreprises numériques et/ou multinationales.**





Plus d'informations



plates-formes numériques et des réseaux sociaux, les boutiques numériques ont pris le pas sur les commerces physiques et les ventes par correspondances ont explosé, sans toutefois générer de revenus fiscaux sensibles pour l'Etat.

Souvent mal vécus par les consommateurs, les impôts de consommation, tels la TVA, sont les seuls susceptibles de compléter les dispositifs douaniers et de protéger les entreprises locales. Si l'on excepte ces prélèvements sur les ventes, le système fiscal actuel ne parvient pas à taxer dans l'Etat de résidence des clients les bénéfices réalisés par des entreprises qui n'y sont pas établies.

En réaction, plus de 130 pays de l'OCDE, ont adopté récemment un nouveau cadre pour la fiscalité internationale, en vigueur dès 2023. Il est envisagé de réattribuer une partie des droits d'imposition sur les grandes entreprises aux Etats dans

lesquels elles exercent des activités commerciales, qu'elles y aient ou non une présence physique, et d'instituer un impôt minimum mondial sur les bénéfices au taux de 15%. Cette avancée significative n'est cependant qu'une première étape...

Tout en précipitant la révolution numérique, la COVID souligne les déséquilibres importants dont souffre l'économie française et sa dépendance vis-à-vis de l'étranger. Pour y remédier et assainir ses finances, l'Etat doit capter une partie de la richesse générée sur le territoire national par les acteurs étrangers et faciliter l'émergence d'acteurs locaux proposant des alternatives réelles aux produits importés. Pour accompagner cette évolution, une réforme plus globale du système fiscal et social, aussi bien en matière d'impôts de consommation que d'impôts sur les bénéfices ou de coût du travail, paraît encore nécessaire... ■

Cabinet d'avocats expert en fiscalité et organisme de formation, JVA SELAS propose des solutions juridiques et fiscales innovantes aux entreprises et entrepreneurs à l'occasion de la définition de nouveaux produits, lors de la mise en place de financements et de transmissions d'actifs ou dans le cadre de la gestion courante de leurs placements.

JVA SELAS -  
51 avenue Raymond Poincaré, 75116 Paris  
[www.jvavocats.com](http://www.jvavocats.com)

Contact  
[jean.vincensini@jvavocats.com](mailto:jean.vincensini@jvavocats.com)

# The pros, cons and incentives behind the SPAC-craze sweeping markets



**DUNCAN LAMONT,**

Head of Research and Analytics, Schroders

The first quarter of 2021 was a special one for US capital markets. There were 378 initial public offerings (IPOs), raising almost \$140 billion in total. That's more than twice as many and 2.5 times as much money as in any full calendar year between 2003 and 2019.

Although the pace has become less frenetic, 2021 is fighting back against the narrative that private markets are the main game in town when it comes to companies raising money.

After a two decade period where the number of public companies fell by almost half<sup>1</sup>, this a welcome resurgence.

But peeling back the onion reveals there is more to it than meets the eye.

## SPAC-man is eating the IPO market

These headline figures dramatically overstate the number of companies that have joined the stock market recently. 79% of IPOs by number and 69% by value in the first quarter were by what are known as SPACs – Special Purpose Acquisition Companies. SPAC-mania has died after that heady quarter, but on a year to date basis, these figures are still 63% and 51%.

SPACs are different to regular companies. They have no commercial operations

when they IPO. Instead they raise a sum of money with the intention of buying an operating business within a specified period of time, normally two years. If they don't, and are unable to get shareholders to grant an extension, they are wound up and cash is returned to shareholders.

Other names for SPACs include "blank check companies" and "cash boxes", for obvious reasons.

Companies which started life as SPACs include space tourism company, Virgin Galactic, fantasy sports and betting company, DraftKings, and electric truck company, Nikola.

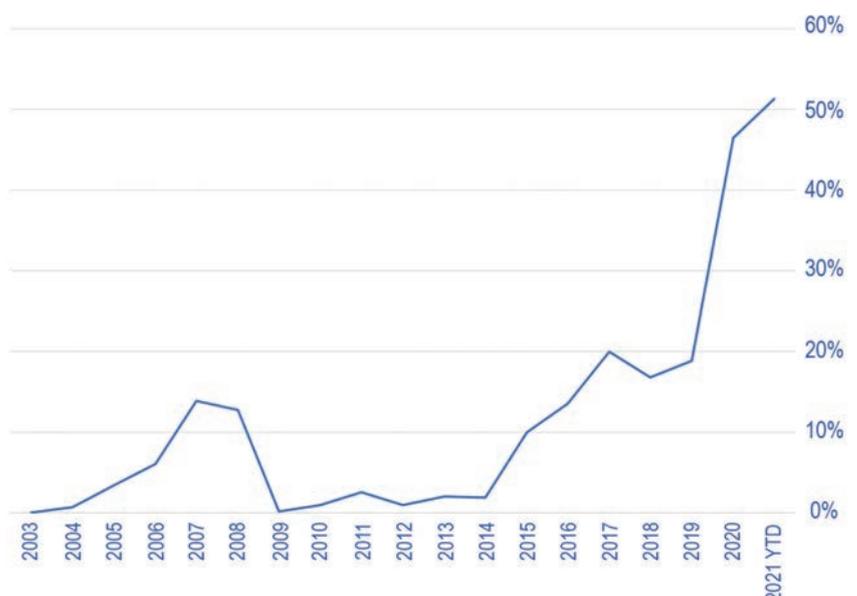


Figure 1: SPAC fundraising as a % of total US fundraising  
Source: SPAC Analytics. Data to 28 September 2021

Some of the main features of a SPAC are explained below but it should be fairly obvious that an IPO of a SPAC does not automatically lead to an increase in the number of public companies. It leads to the possibility of this happening, but only if a deal is done. A SPAC is nothing more than a cash shell when it IPOs.

The popularity of SPACs has soared, for reasons explained later. Between 2003 and 2019, an average of 17 SPACs a year listed on the US stock market, with the high point being 66 in 2007. Last year, there were a record-breaking 248 SPAC IPOs.

2021 has obliterated that record. 443 have listed in the first nine months of the year (297 of which came in the first three months alone). The amount of money raised this year so far has also overtaken last year's record total. The \$127 billion of SPAC IPOs in 2021 is more than the was raised across 2003-19 combined! The wave of SPACs turned into a tsunami.

SPACs have also been attracting increasing interest in Europe, with Amsterdam being the most popular listings venue. Listings rules are also being changed in London to make it more SPAC-friendly. However,

European activity has been a drop in the ocean compared with the US. There have been only 26 SPAC IPOs in Europe this year, raising \$6.6 billion<sup>2</sup>.

## The mechanics of a SPAC

A SPAC is set up by a management team, known as its sponsor(s). They raise money from investors in an IPO, usually at a price of \$10 per share.

For each share that is bought in the IPO, investors also receive an extra kicker, known as a "warrant". These give holders the right to buy a fraction of a share from the company at a specified price on a specified date in the future. They normally can't be exercised until some time after a merger has been consummated. However, they can be traded separately from the shares and will be worth more if the share price rises.

There is no visibility on what company might be acquired (this is a regulatory requirement). A SPAC's prospectus often includes some wording about the type of company or industry it intends to focus on, but there's nothing to stop it going in a totally different direction.

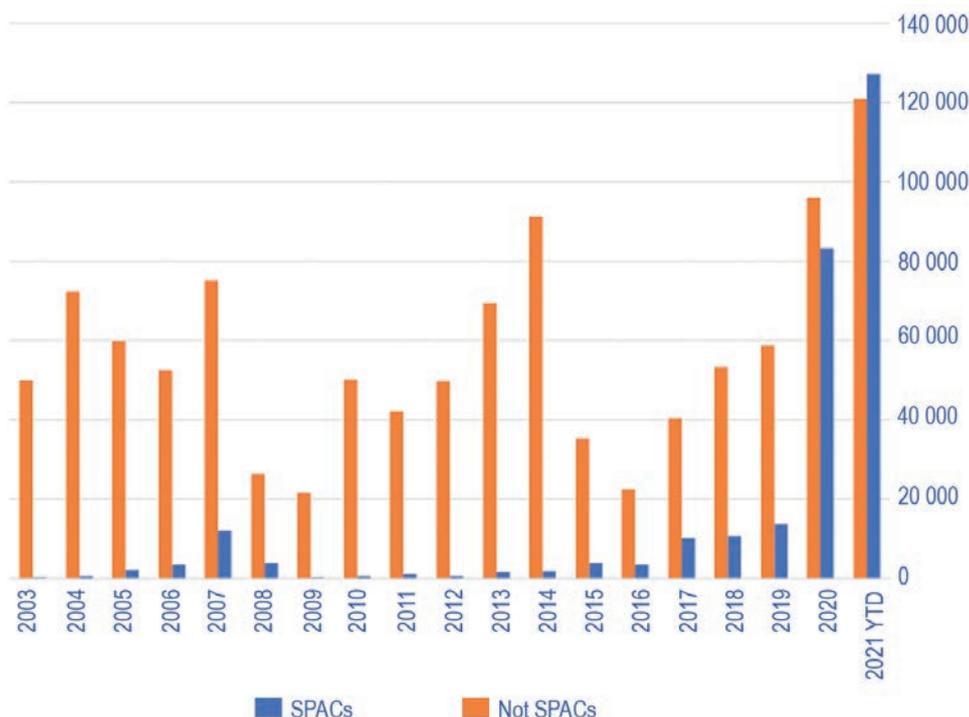


Figure 2: Annual value of US IPOs: SPACs vs non-SPACs, \$m  
Source: SPAC Analytics, Schroders. As of 28 September 2021

1/ <https://www.schroders.com/en/uk/tp/markets2/markets/what-is-the-point-of-the-equity-market/>

2/ <https://www.reuters.com/world/europe/europes-ipo-market-roars-back-life-where-are-spacs-2021-09-27/>

Investors in a SPAC are putting their money and confidence behind the sponsor's ability to source and execute a deal. Although, that said, they have the opportunity to get their money back at the time of the acquisition of the private entity if they don't want to remain invested (explained below).

Sponsors typically get around a 20% stake in the SPAC in return for a relatively small cash investment e.g. \$25,000 (although these terms are becoming less generous for sponsors as the market develops). This is how they make their money. If the SPAC is successful, their shares will be worth a significant amount.

One of the interesting features of a SPAC is that money raised in the IPO is ringfenced in a trust account and invested in Treasury bills. The trust account can only be used for a limited number of activities, including being put towards an acquisition. This provides a degree of protection for investors that sponsors won't spend it.

Sponsors also usually purchase additional warrants at the time of the IPO – the extra from this cash (often several millions of dollars) is used to cover the IPO expenses and ongoing expenses, without having to touch other investors' \$10 per share.

The sponsors then have a period of time, usually two years, to complete an acquisition. During this time, investors can buy and sell shares in the SPAC in the open market like any other public company.

If/when a target is found, shareholders vote on the deal. At this point, they also have the right to redeem their shares and be repaid from the trust account – at \$10 per share plus interest. This also provides a degree of protection for investors: if you don't like the deal you can get your money back.

At this time the SPAC usually has to raise additional money to complete the deal because: 1) the target company is often larger than the SPAC (2-4 times as large as the SPAC IPO proceeds in most cases); and 2) some of the money in the trust account has to be spent redeeming shares.

The sponsor may provide some of this but

most of the time new investors are brought in, in what is known as a Private Investment in Public Equity (PIPE) investment. SPAC shareholders typically end up holding a minority stake in the merged entity.

Assuming the deal is approved and finance raised, the merger takes place and the SPAC starts trading as a new company, under a new ticker.

## Why have SPACs become so popular?

In order to answer this it is important to understand the priorities of the various participants. These are summarised below:

### Private companies

*Potential to sell themselves for a higher price than in a traditional IPO*

IPOs are normally priced to encourage a jump in the share price on the first day of trading (known as an IPO "pop"). This leads founders to feel that they have "left money on the table". In contrast, a merger with a SPAC can be negotiated at a fair value.

Private companies are able to use forward looking statements when marketing themselves to a SPAC, something which is particularly appealing for fast growing companies. A traditional IPO prospectus only shows historical financials to avoid any legal liability if forecasts are not met. Mergers, however, have a legal "safe harbour" from any such liability.

Private companies which are more complicated or which investors might have more difficulty valuing might be put off an IPO over fears that they wouldn't fetch as much as they think they're worth. In a SPAC merger, they can sell themselves to those SPACs which are fronted by sponsors with relevant expertise, who will be able to understand and value their business better.

*More certainty on pricing than in an IPO:*

The acquisition price will be negotiated with the sponsor and set out in the merger agreement. This compares with an IPO where underwriters set a range but that range moves around depending on market conditions.



### *Faster than traditional IPO route:*

A SPAC merger can take place in five or six months compared with 12-24 months<sup>3</sup> for an IPO.

### *Reduced regulatory burden:*

The regulatory demands on a private company in a SPAC merger are less onerous (and hence less costly) than in an IPO.

### IPO investors

Because investors in a SPAC IPO have the option to redeem their shares for what they paid for them plus interest, they essentially have a money back guarantee. In addition, they have a warrant, which may turn out to be worth a lot if the SPAC is a success. The warrant is akin to a risk-free bet on the success of the SPAC.

This attractive payoff profile means that SPACs are very appealing to those who participate in their IPOs.

Most SPAC IPO investors, who are predominantly institutional investors (and overwhelmingly hedge funds), choose the

risk-free option. Across the 47 SPACs that merged between January 2019 and June 2020, redemptions amounted to 73% of IPO proceeds in the median case<sup>4</sup>.

When SPAC-mania was at its peak, this proportion fell to 10%, but it's been back above 50% in the third quarter. In one recent case, the merger of Locust Walk Acquisition SPAC with the biopharmaceutical company, EFFECTOR Therapeutics, an incredible 97% of shares were redeemed.

In addition to the payoff profile appealing to IPO investors, there is also a view that investors who are involved in a SPAC from the outset could have an opportunity to own a bigger stake in the ultimate merged company than they'd be able to achieve in the traditional IPO route. Usually, the number of shares that investors are granted in a traditional IPO is less than they apply for, due to excess demand.

### Sponsors

Because they take a 20% stake in the SPAC for a minimal investment, sponsors love SPACs. They can make hundreds of millions of dollars<sup>5</sup> for only a small upfront stake.

Importantly, sponsors are incentivised to get a deal done. Any deal. Even one that is bad for investors could make them a lot of money, and would be preferable to liquidating the SPAC. Understanding this incentive is important.

### So what's not to like?

Companies like them, sponsors like them, and their IPO investors like them. So what's not to like? Several things, actually.

### Investing after the IPO is not as great a deal

First, while IPO investors get shares and warrants, anyone who buys shares in the aftermarket only gets shares. That is a far less appealing prospect.

SPAC share prices can increase above their \$10 IPO price. Buying at such lofty prices is like saying you have so much confidence in the sponsor that you are

3/ <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/blog/spac-boom.html>

4/ <https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2021/01/SSRN-id3720919.pdf>

5/ <https://www.ft.com/content/9b481c63-f9b4-4226-a639-238f9fae4dfc>

happy to pay a premium to invest in them (remember at this stage all the SPAC is a trust account filled with \$10 per share and the sponsor). This might turn out well. But it also might not. And you could suffer a loss even if you redeem your shares, as then you'd only get back \$10 plus interest.

## There is a risk people are taken in by famous names

Given that the success or failure of a SPAC rests on the strength of its sponsor, they are often backed by individuals with strong reputations and high public profiles. For example, industry leaders, private equity dealmakers, investment bankers and even... celebrities.

Celebrities such as NBA star, Shaquille O'Neal, MLB star Alex Rodriguez, and popstar Ciara, have all launched SPACs. This is where the risk lies. So much so that the SEC even put out an alert<sup>6</sup>, warning investors:



**It is never a good idea to invest in a SPAC just because someone famous sponsors or invests in it or says it is a good investment. »**

## Cost

Underwriters' fees for a SPAC are typically 2% of the amount raised upfront with a further 3.5% contingent on a deal taking place. This 5.5% is less than the 7% often charged for a traditional IPO. This looks a good deal.

But, given that a high proportion of shareholders typically redeem their shares, this means that the SPAC ultimately gets to "keep" a fraction of the IPO proceeds.

Let's say a SPAC raises \$100 million, making underwriting fees \$5.5 million if a deal takes place. But, assuming

that redemptions amount to 50% of the amount raised, the company will only get its hands on \$50 million (plus interest). In this example, underwriting fees work out as 11% of the effective IPO proceeds.

In reality, the median underwriting fee has been 16% of the non-redeemed IPO proceeds<sup>7</sup>. In the extreme case of the Locust Walk SPAC mentioned earlier, it worked out as more than 100%<sup>8</sup>. Not so cheap after all.

Investors who redeem their shares for cash do not suffer this cost, as they get their money back. It is the ongoing business and its shareholders who take the pain.

## Performance

There are some SPACs which go on to deliver very strong returns. One of the most successful is DraftKings (which merged with Diamond Eagle Acquisition SPAC in April 2020). Its share price is close to \$50 (and was as high as \$72 in March), a handsome return on a \$10 investment. Many others have delivered returns of several hundred percent<sup>9</sup> to investors.

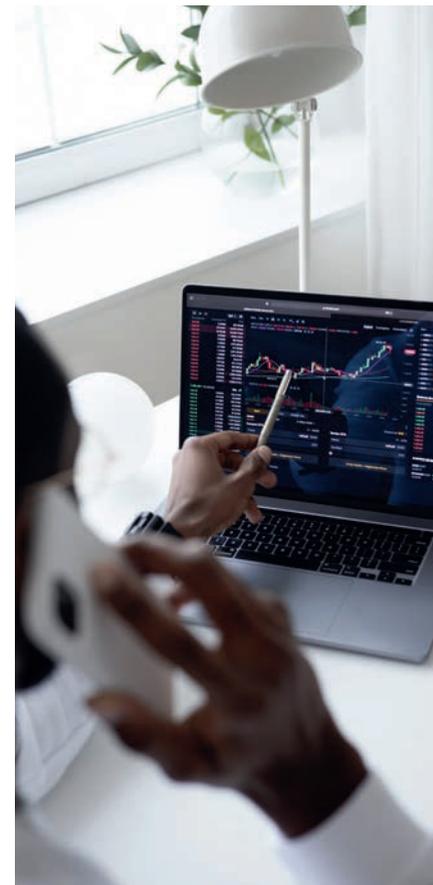
However, most do not fare so well. A recent academic paper found that most underperform the wider market after a deal is struck<sup>10</sup>. Interestingly they find that results are far better for "high quality sponsors", which they define to be individuals who are affiliated with a private assets fund with more than \$1 billion of assets, or who have been a CEO or other senior officer at a Fortune 500 company.

One sign of waning enthusiasm for SPACs in recent months is that 90% of the SPACs that listed in the US in the first eight months of 2021 are currently trading below their IPO price.

## So are SPACs to be welcomed or feared?

For investors, the money back guarantee associated with SPAC IPOs gives them a clear attraction.

In addition, those IPO investors have a seat at the table when the SPAC is looking to raise additional money to complete an



6/ <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/celebrity-involvement-spacs-investor-alert>

7/ <https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2021/01/SSRN-id3720919.pdf>

8/ <https://www.ft.com/content/6b1d70db-edae-474c-bd6f-bb60dfa99c51>

9/ <https://www.spacanalytics.com/>

10/ <https://www-cdn.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2021/01/SSRN-id3720919.pdf>

acquisition. And they have access to a high level of quality information to help make an informed decision. Some investors may also judge that participating in the IPO will enable them to achieve a bigger stake in the company than they'd manage in a traditional IPO.

SPACs are a relatively efficient route to market for young companies with limited track records. But clearly "buyer beware" and appropriate levels of due diligence are essential.

It's less clear cut when it comes to investing in the aftermarket, especially since investors should always remember that they are essentially blank check companies. You are putting all your faith in the sponsor. Some will do well, but most are unlikely to, and it won't be easy to tell which are which. But whatever you do, please follow the SEC's advice of never investing solely on the back of a celebrity endorsement.

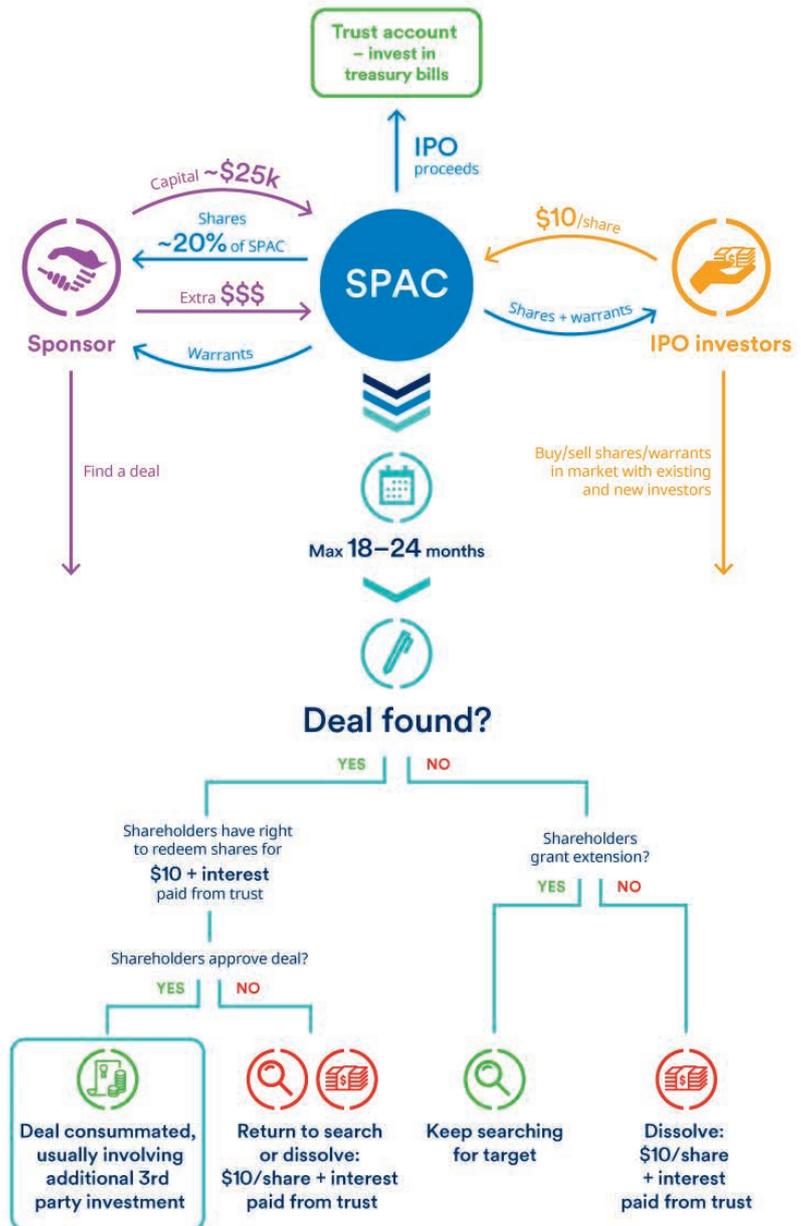
However, despite some of the issues raised in this article, I am actually in favour of what SPACs might ultimately enable. And that is a more thriving stock market.

For too long, private companies have been put off joining the stock market. This has been partly because of the cost and hassle of an IPO<sup>11</sup>. If this decline can't be averted, I have grave concerns about where it might lead us. If high quality companies reject the stock market, or delay joining until they are more mature, slower growing businesses, then it is stock market investors who are likely to suffer. More returns will be captured by private investors, including private equity, at the expense of public markets. And it is ordinary savers who will feel this pain most. Private equity is simply too expensive and inaccessible for most individuals.

I believe that any kind of innovation in the IPO process which encourages companies to think more seriously about becoming a public company is to be welcomed. And SPACs deliver on that. Direct listings are worth a mention here too.

So yes, be discriminating between them. Try to avoid getting caught up in hype.

Schroders



Source: Schroders. For illustrative purposes only. Note: Warrants give holders the right to buy a fraction of a share from the company at a specified price on a specified date in the future. They can be traded separately from the shares and will be worth more if the share price rises. 600852.



Even ignore them completely if you wish, and wait until they merge with a company before you give them the time of day.

But don't lose sight of the longer term benefits that a thriving public market can bring. SPACs can be part of the solution. ■

11/ <https://www.schroders.com/en/insights/economics/the-elon-musk-dilemma-aka-the-stockmarket-cost-benefit-trade-off/>

# Réallocations de main d'œuvre : place aux travaux pratiques

Selon la dernière prévision de la Banque de France, le niveau d'activité en France ne serait plus, en juin, qu'à 3 % de son niveau d'avant-crise, et il rejoindrait ce dernier dès le 1<sup>er</sup> trimestre 2022 (graphique 1). Est-ce à dire que nous serons dès lors tirés d'affaire ? Pas tout à fait encore.



## À la recherche du travailleur omniscient

Comme chacun sait, le PIB additionne les valeurs ajoutées de toutes les entreprises du pays. Certains secteurs sont déjà revenus à leur niveau d'activité pré-crise (certains l'ont même dépassé), tandis que d'autres sont encore en retrait. Et à l'intérieur des secteurs, la reprise n'est pas uniforme car la demande s'est transformée. Si les travailleurs étaient omniscients, polyvalents et parfaitement mobiles géographiquement, ils se reploieraient instantanément là où il y a des besoins de main d'œuvre. Il n'y aurait pas de chômage et pas de contrainte

## AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ,

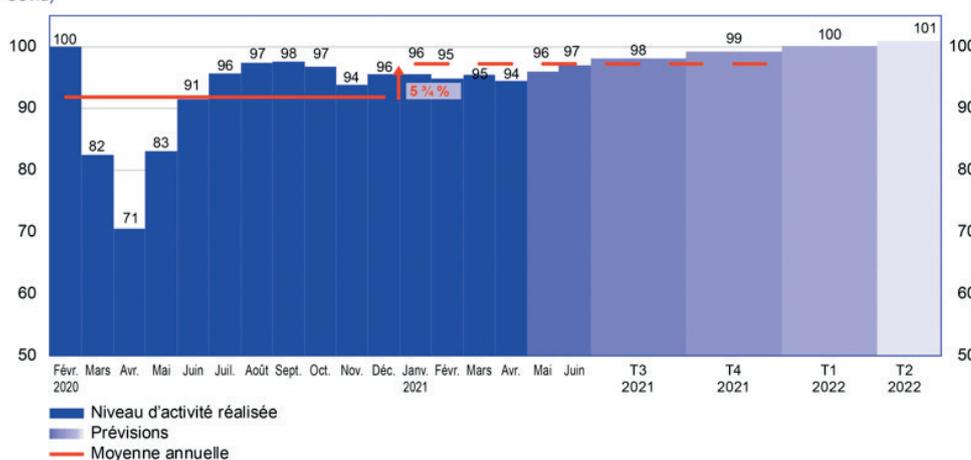
Chef économiste  
de la DG Trésor

non plus sur le PIB si la demande est au rendez-vous.

La réalité est autre. Un stewart ne peut pas du jour au lendemain aller installer des pompes à chaleur chez les particuliers ou bien réaliser des soins au domicile des personnes âgées. Non seulement, il ne dispose généralement pas des compétences adéquates mais, en plus, il n'a pas forcément l'information sur les opportunités d'emploi. Le « travailleur représentatif » produisant du « PIB par tête » n'existe pas. Si la demande repart mollement dans le transport aérien mais vigoureusement dans la rénovation énergétique, un secteur sera, à court

### Graphique 1 : Évolution de l'activité économique

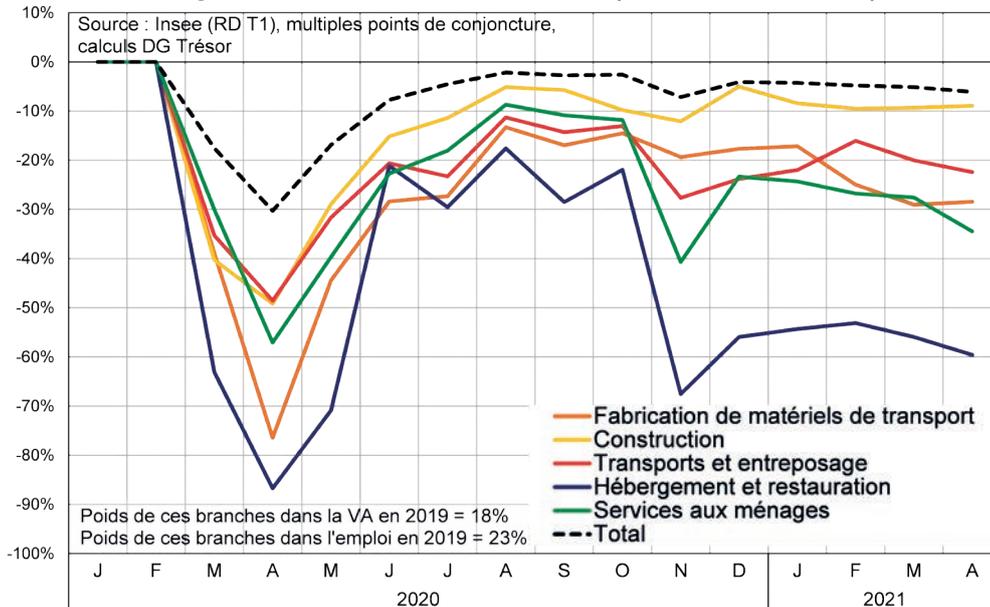
(en % de l'activité pré-Covid)



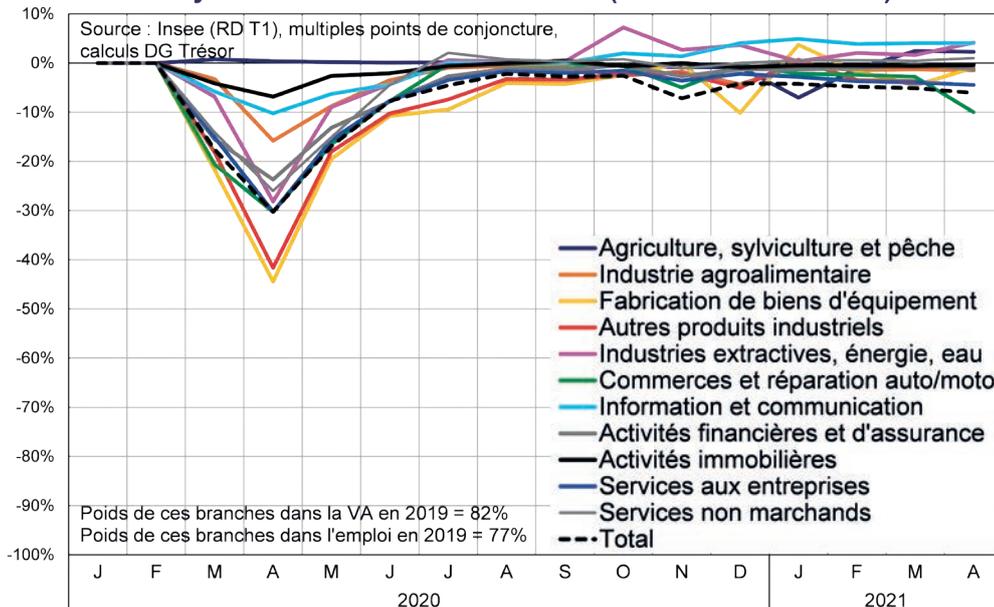
Note : Les lignes rouges correspondent au niveau moyen du PIB en 2020 et 2021 pour un niveau moyen de 2019 normalisé à 100.  
Sources : Insee jusqu'au premier trimestre 2021, projections Banque de France.

Source : Banque de France, Projections macroéconomiques, juin 2021.

### Trajectoire sectorielle d'activité (secteurs affectés)



### Trajectoire sectorielle d'activité (secteurs résilients)



Graphique 2 - Source : DG Trésor.

terme, contraint par la demande tandis que l'autre sera contraint par l'offre. Comme l'a montré Restrepo (2015), la difficulté à identifier les travailleurs compétents parmi les piles de CV reçus peut même conduire les entreprises dans les secteurs dynamiques à restreindre leurs embauches, ce qui, en retour, réduit les incitations des travailleurs à se former. En un mot, l'inadéquation des compétences entrave l'économie plus

que proportionnellement à la part des personnes concernées dans la population active.

L'idée d'une reprise inégale n'est pas théorique. Il suffit pour s'en convaincre d'observer les trajectoires d'activité des secteurs fortement touchés par la crise (graphique 2 - haut) et de ceux qui ont été relativement épargnés (graphique 2 - bas). Au mois d'avril 2021, les secteurs du

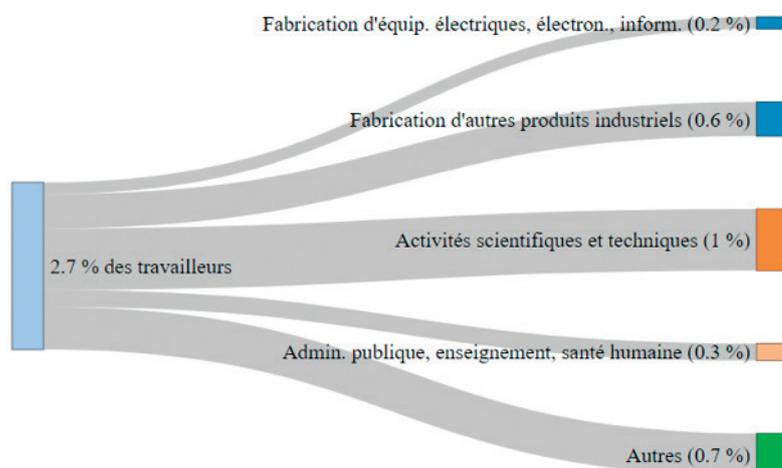
graphique de droite étaient revenus à un niveau d'activité proche de (voire supérieur à) l'avant-crise, tandis que ceux de gauche en étaient encore éloignés. Avec le rebond lié à la réouverture de l'économie, la grande majorité des travailleurs des secteurs du graphique de gauche vont retrouver un emploi. Cependant, les voyages longue distance et les voyages d'affaires ne reprendront que lentement et peut-être incomplètement, affaiblissant la demande de transport aérien (et par conséquent, d'avions), mais aussi de taxis, d'hôtels internationaux, de palais des congrès, de commerces de luxe, etc. Un enjeu majeur de la période qui s'ouvre sera la capacité de notre économie à réallouer une partie de la main d'œuvre de ces activités vers des secteurs en expansion, tels que la rénovation thermique, les services à la personne ou les activités liées au numérique.

## Des compétences à transférer

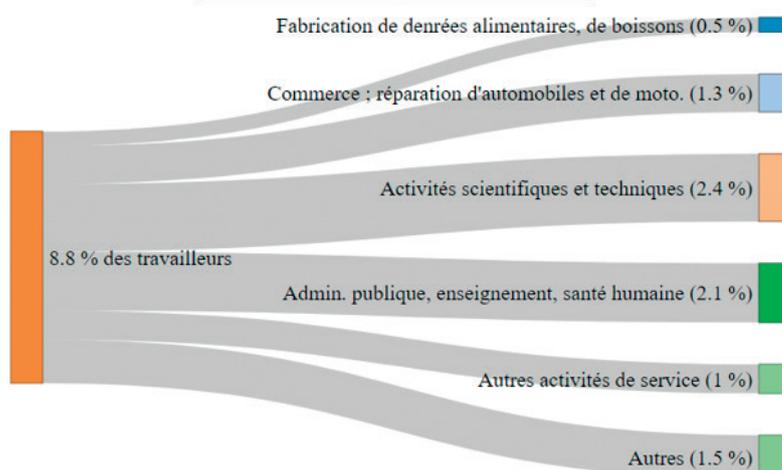
Si la très grande majorité des changements d'emploi se font à l'intérieur d'un même secteur (voir Davis et Haltiwanger, 1992), les changements de secteur d'activité sont également significatifs. Les travailleurs sont ainsi très mobiles dans certains secteurs : c'est par exemple le cas de l'hôtellerie-restauration, où 9 % des travailleurs changent en moyenne de secteur d'activité lorsqu'on les suit sur une période de 6 trimestres (moyenne 2008-2018). Le fait que dans ce secteur, les salariés soient souvent des jeunes, en début de carrière et sur des contrats courts, peut expliquer cette mobilité élevée. Dans la fabrication de matériels de transport, à l'inverse, secteur qui inclut notamment l'automobile et l'aéronautique, les travailleurs sont beaucoup moins mobiles : 2,7 % ont changé de secteur en 6 trimestres sur la même période.

Chaque travailleur présente une combinaison unique de compétences, d'expériences, de motivations et de contraintes personnelles. Certaines compétences, comme la maîtrise de l'anglais, de la comptabilité ou des technologies numériques, sont transférables d'un secteur à l'autre ; d'autres, comme la vente ou la gestion des stocks, le sont moins. Le tableau 1, tiré du Trésor-éco n° 287, met en regard

### Fabrication de matériels de transport



### Hébergement et restauration



Graphique 3 - Mobilités sectorielles dans deux secteurs (sur six trimestres consécutifs, moyenne 2008-2018)

Source : Insee (enquête Emploi en continu, éditions 2008-2018), calculs : DG Trésor.

les compétences les plus utilisées dans les secteurs destructeurs d'emplois en 2020 (à gauche) et dans les secteurs les plus créateurs d'emplois sur la même période (à droite). On voit par exemple que la capacité à gérer une équipe est requise dans 53 % des emplois dans les secteurs « destructeurs » et 72 % des emplois dans les secteurs « créateurs ». Statistiquement, plus de la moitié des travailleurs sur des emplois à risque ont donc une compétence très demandée dans les secteurs en croissance. En revanche, la gestion des stocks est une compétence fréquente dans les secteurs « destructeurs » mais peu demandée dans les secteurs « créateurs ».

À partir de données italiennes sur la période 2015-2018, Basso, Grompone et



#### Note de lecture :

En moyenne sur la période 2008-2018, 2,7 % des personnes travaillant la fabrication de matériels de transport sont passés à un autre secteur 6 trimestres plus tard. Parmi eux, 1 % se sont dirigés vers les activités scientifiques et techniques.

Compétences des 8 secteurs les plus destructeurs d'emplois		
1	Management d'équipe	53%
2	Gestion des commandes	51%
3	Gestion des stocks et inventaires	46%
4	Vente	45%
5	Relation client	39%
6	Utilisation des technologies de l'information, des outils informatiques et/ou bureautiques	34%
7	Traitement des opérations administratives et financières	33%
8	Animation de formation et coaching	33%
9	Tenue de caisse	32%
10	Gestion de situations interpersonnelles, difficiles ou d'urgence	31%
11	Négociation	31%
12	Organisation d'une action ou pilotage d'un projet	30%
13	Contrôle de la conformité d'un produit, d'un service ou d'un équipement	29%
14	Manutention	28%
15	Actions de communication	27%

**x** Compétence commune entre les secteurs destructeurs et créateurs d'emplois

Compétences des 6 secteurs les plus créateurs d'emplois		
1	Management d'équipe	72%
2	Utilisation des technologies de l'information, des outils informatiques et/ou bureautiques	55%
3	Gestion de situations interpersonnelles, difficiles ou d'urgence	44%
4	Animation de formation et coaching	44%
5	Traitement des opérations administratives et financières	43%
6	Règlementation sanitaire - règles d'hygiène	39%
7	Médecine généraliste et spécialisée	37%
8	Normes et réglementation de la sécurité	32%
9	Sciences humaines et sociales	32%
10	Gestion et contrôles comptables	31%
11	Gestion des commandes	31%
12	Actions de communication	30%
13	Organisation d'une action ou pilotage d'un projet	29%
14	Assistance, conseils et soins infirmiers	29%
15	Nettoyage - entretien de locaux	28%

**x** Compétence spécifique aux secteurs destructeurs ou aux secteurs créateurs d'emplois

\* Huit secteurs les plus destructeurs d'emplois en 2020 : hébergement-restauration, arts, spectacles et activités récréatives, commerce, activités de services administratifs, autres activités de services, fabrication de matériels de transport, métallurgie, activités financières et d'assurance.

\*\*Six secteurs les plus créateurs en 2020 : activités informatiques, recherche-développement scientifique, hébergement médico-social, enseignement, construction, activités pour la santé humaine.

Sources : Pôle Emploi (compétences «nœuds»), Insee (enquête emploi en continu, édition 2019).

Tableau 1. Compétences les plus mobilisées dans les secteurs destructeurs d'emplois\* et dans les secteurs créateurs d'emplois\*\* en 2020



**Note de lecture :**  
53 % de l'emploi des huit secteurs les plus destructeurs d'emploi mobilise la compétence «management d'équipe». On retrouve également cette compétence dans les six secteurs les plus créateurs d'emplois, dans lesquels 72 % de l'emploi nécessite cette compétence. Les compétences en vert sont celles qui sont communes aux secteurs destructeurs et créateurs d'emplois.



Modena (2021) confirment que la proximité des emplois en termes de compétences a un impact très significatif sur la probabilité de transition professionnelle d'emploi à emploi. Pour maximiser les chances des travailleurs sur des emplois à risque de trouver un travail dans un secteur en expansion, il « suffirait » alors de compléter leur formation avec les compétences inscrites en bleu dans le tableau de droite. Hélas, c'est là que tout se complique.

D'abord, les compétences décrites dans le tableau sont assez larges, si l'on pense par exemple à la connaissance des normes et de la sécurité, qui varie fortement selon le secteur concerné. Dès lors, les besoins peuvent en réalité différer des compétences précises des travailleurs disponibles.

Ensuite, certaines compétences sont difficiles à acquérir, comme par exemple « médecine généraliste et spécialisée » ou, dans une moindre mesure, les soins infirmiers et la comptabilité. Plus généralement, la probabilité de disposer de compétences recherchées dans les secteurs créateurs d'emplois est bien plus importante pour les travailleurs qualifiés que pour les peu qualifiés : dans le tableau de gauche les compétences marquées en vert sont souvent détenues par des travailleurs qualifiés tandis que celles qui sont en bleu sont plus souvent celles de travailleurs peu qualifiés. Or, les travailleurs peu qualifiés ont traditionnellement moins accès que les autres à la formation professionnelle, particulièrement dans des secteurs à risque comme le commerce de détail.

Enfin, orienter les travailleurs dont l'emploi est menacé vers des projets de reconversion n'est en réalité pas aussi simple que sur le papier : au-delà de leurs contraintes familiales et des coûts associés à une éventuelle mobilité géographique, il faut que les personnes identifient l'intérêt de se reconvertir, soient informées sur l'éventail des possibles et sur les façons d'y accéder.

C'est pourquoi on ne saurait trop insister sur l'enjeu de la formation professionnelle dans la période qui s'ouvre, particulièrement pour les travailleurs peu qualifiés. Les dispositifs existants sont nombreux, pour les personnes en emploi comme pour celles qui en sont dépourvues. Le Plan de relance les a renforcés pour mieux accompagner les salariés en activité partielle ou dont l'emploi est menacé, les jeunes et les demandeurs d'emploi vers des métiers porteurs. La réforme de la formation professionnelle à travers, en particulier, le compte personnel de formation, en facilite l'accès. Il est essentiel de continuer dans cette voie, ce qui suppose avant tout une information efficace des personnes concernées. Dans ce domaine, il faudra des idées novatrices et des actions toujours plus résolues pour s'assurer que les dispositifs atteignent bien leur cible, sans oublier de prévoir leur évaluation de manière à améliorer sans cesse les dispositifs. Nous ne sommes qu'au début d'une vaste réallocation d'emplois en lien avec les transitions écologique et numérique. ■

Initialement publié sur  
[www.tresor.economie.gouv.fr](http://www.tresor.economie.gouv.fr)  
(juin 2021) et reproduit avec  
l'autorisation de l'auteur

# Quel avenir pour les entreprises françaises en difficulté ?



**JULIEN CUSIN,**

Professeur des Universités  
chez IAE Bordeaux



**JEAN-MARC FIGUET,**

Professeur d'Économie,  
Responsable du Master MBFA  
de Larefi - Université de  
Bordeaux



**VINCENT MAYMO,**

Directeur adjoint du collège  
Droit Sciences Politiques  
Economie Gestion chez  
Université de Bordeaux

En 2020, sous l'effet des prêts garantis par l'Etat français (PGE), le nombre de défaillances d'entreprises a été historiquement bas. Il s'est établi, selon l'INSEE, à 30000 contre 54000 en moyenne depuis 2016, avec pour corollaire de moindres destructions d'emplois (Heyer, 2020)<sup>1</sup>. Ces mesures de soutien temporaire ont permis aux entreprises de faire face aux conséquences de la pandémie sur le PIB qui, en 2020, a connu un recul inédit de 8,3%, selon l'INSEE. Avec ces chiffres, nous sommes bien loin de la crise de 2008 où 60000 entreprises françaises avaient déposé le bilan. On peut néanmoins se demander si l'écosystème français de la difficulté est bien préparé à l'après PGE.

En effet, le PGE s'inscrit dans un environnement de taux d'intérêt historiquement bas, favorisé par la politique accommodante de la BCE visant à stimuler la reprise économique après les crises de 2008 et 2011. Ce

contexte a favorisé l'endettement des entreprises françaises qui s'élève à près de 170% du PIB en 2020, un niveau record pour les pays développés. L'endettement est d'ailleurs considéré comme le principal risque pesant sur le système financier par la Banque de France (2020)<sup>2</sup>. Malgré la prolongation du PGE jusqu'à la fin 2021, les prévisionnistes anticipent une vague de faillites sans précédent dans les trimestres à venir. Ainsi, Euler Hermès (2021)<sup>3</sup> table sur une hausse de 41% en 2021, puis 38% en 2022, qui touchera principalement les TPE et les PME. Le rapport d'information du Sénat de mai 2021<sup>4</sup> considère, à cet égard, que la sortie du PGE peut être une « bombe à retardement » pour l'économie française. L'objet de cette contribution est ainsi de déterminer si cette dernière est suffisamment élastique pour favoriser le rebond des entreprises en difficulté et/ou celui des chefs d'entreprise ayant connu la faillite.

1/ Heyer E. (2020), « Défaillances d'entreprises et destructions d'emplois : une estimation de la relation sur données macro-sectorielles », Revue de l'OFCE, n°168, 164-177.

2/ <https://publications.banque-france.fr/evaluation-des-risques-du-systeme-financier-francais-decembre-2020>

3/ <https://www.eulerhermes.fr/etudes-economiques/defaillances.html>

4/ Sénat français (2021), « Comment réussir la sortie des prêts garantis par l'Etat ? », Sénat, Paris.

## 1. Le risque de zombification de l'économie

Une étude de la direction générale du Trésor (2021)<sup>5</sup> montre que le PGE a permis aux entreprises de surmonter le choc et, qu'en son absence, près de 12% des entreprises françaises seraient devenues insolvable. Les 135 milliards d'euros garantis par l'Etat à quelques 675 000 entreprises, dont près de 90% de TPE/PME, ont donc bien joué leur rôle d'amortisseur. Pour autant, ce soutien de l'Etat et du système bancaire pose aujourd'hui la question du remboursement du PGE, mais aussi des dettes antérieures, dans un contexte de reprise particulièrement incertain. La crainte est que les mesures d'aides développent la zombification de l'économie.

Selon l'OCDE (2021)<sup>6</sup>, une entreprise zombie est définie comme une firme d'au moins 10 ans, dont le ratio de couverture des intérêts est inférieur à un sur trois années consécutives. Pour Banerjee et Hofman (2018)<sup>7</sup> l'augmentation des firmes zombies, depuis la fin des années 1980, est due à la réduction de la pression financière et à la baisse concomitante des taux d'intérêt. Le taux de zombification est ainsi passé de 4 à 15% des entreprises entre 1980 et 2017 pour 14 économies avancées. La singularité de la France est que le taux a doublé depuis 2008, passant de 8 à 16%, alors qu'il restait stable ou

décroissant en Europe continentale. Cette estimation ne concerne que les firmes cotées et reste inférieure au taux de zombification des TPE/PME qui est plus complexe à calculer du fait de l'accès aux données.

La zombification pose une difficulté aux banques car la multiplication anticipée des faillites va peser sur leur coût du risque, sur leur performance financière et, finalement, sur leur capacité à prêter<sup>8</sup>. La zombification soulève également un problème d'allocation des ressources financières dans un contexte où l'information décisionnelle est essentielle. En particulier, les banques peuvent avoir du mal à distinguer les firmes saines représentant une réelle opportunité commerciale. Ces dernières pourraient, en conséquence, voir leur accès au crédit s'assécher, ce qui pourrait entraver l'innovation, la compétitivité et la reprise économique.

Pour éviter cette zombification, il est donc urgent de proposer des solutions d'accompagnement pour les entreprises et notamment les plus fragiles. La santé des entreprises est déterminante, d'abord pour l'entrepreneur qui n'a pas le droit à l'assurance chômage s'il dépose le bilan, mais également pour ses parties prenantes afin d'éviter des faillites en cascade.

5/ Hadjibeyli B., Roulleau G. et Bauer A. (2021), « L'impact de la pandémie de Covid-19 sur les entreprises françaises », Trésor Eco, n°282, Avril.

6/ <https://www.oecd.org/fr/economie/exit-policies-and-productivity-growth.htm>

7/ Banerjee R. et Hofmann B. (2018), « The Rise of Zombie Firms: Causes and Consequences », BIS Quarterly Review, 67-78, September.

8/ A titre d'exemple, la BPI a provisionné 28 milliards d'euros ses pertes sur créances et sur garantie, soit 5 fois le montant de 2019.



## 2. Agir au cœur de l'écosystème entrepreneurial : les interactions avec les acteurs

Le rapport du Conseil National des Administrateurs Judiciaires et Mandataires Judiciaires (2021)<sup>9</sup> indique que les chances de rebond des entreprises en difficulté se situent désormais parmi les meilleures du monde en France avec 39% des procédures de redressement permettant d'éviter la liquidation. Ces bons résultats sont à marquer au crédit des acteurs de la difficulté, que l'on parle des tribunaux de commerce ou des mandataires et administrateurs judiciaires. Le législateur a, lui aussi, apporté sa pierre à l'édifice. La loi PACTE, promulguée en 2019, prévoit d'ailleurs l'extinction des dettes dans un délai maximal de trois ans à compter du jugement d'ouverture de la procédure de liquidation judiciaire. Sur cette base, des premiers résultats se font jour en France. Selon les statistiques de la Banque Mondiale (2021)<sup>10</sup>, le temps nécessaire pour effacer une insolvabilité, en 2019, serait de 1,9 année dans notre pays contre 1,2 année en Allemagne (moyenne OCDE : 1,7 année). Dans la même veine, le taux de recouvrement des créances serait de 74,8% en France contre 79,8% en Allemagne (moyenne OCDE : 70,2%). Il reste néanmoins un long chemin à parcourir.

Ces performances renvoient en effet à des modèles d'accompagnement des difficultés différents et posent la question de la capacité des entrepreneurs à se relancer, par la suite, dans une nouvelle aventure entrepreneuriale. Les difficultés rencontrées pour rebondir s'expliquent alors autant par des raisons exogènes, un écosystème de l'entrepreneur qui présente encore des obstacles (notamment en termes de stigmatisation post-faillite des chefs d'entreprise), que par des causes endogènes, les entrepreneurs pouvant se décourager et perdre leur ambition après un échec.

Des pistes sont ainsi à rechercher au niveau du microenvironnement de l'entrepreneur dans ses relations avec ses parties-prenantes. C'est particulièrement le cas de l'accompagnement bancaire. Des délais de décharge rapides ne signifient pas que la banque soit remboursée

et qu'elle ait un jugement positif sur la liquidation judiciaire. En effet, le critère premier du banquier reste que le chef d'entreprise ait liquidé « proprement », c'est-à-dire n'ait pas laissé d'ardoise à ses précédents partenaires bancaires (une information facilement accessible pour les banquiers). En outre, l'apurement de la dette ne signifie pas, pour autant, que l'entrepreneur sera financé par une banque dans le cadre d'un nouveau projet car ses capacités de gestionnaire peuvent être remises en question suite à un dépôt de bilan.

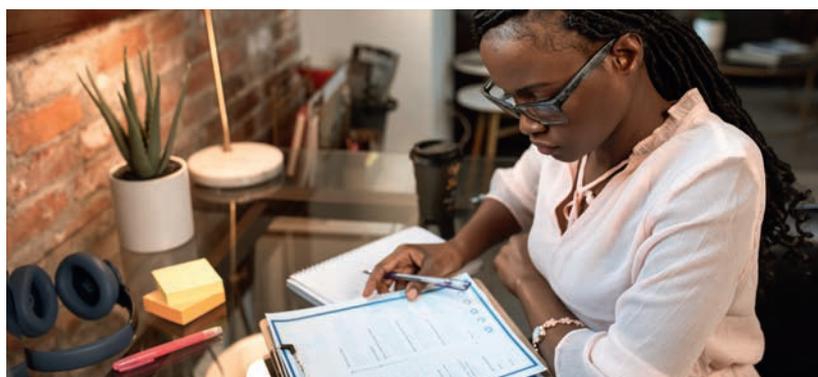
Côté entrepreneurs, on assiste aussi à une forme d'auto-sélection car les chefs d'entreprises anticipent une discrimination et se découragent d'emprunter<sup>11</sup> (sans même en faire la demande) et s'orientent vers des activités moins risquées comme le salariat ou un entrepreneuriat largement redimensionné (de type conseil ou formation). Il est donc urgent de redonner aux marchés une information et une connaissance permettant aux entrepreneurs, comme à leurs partenaires, de considérer la difficulté comme une opportunité de pivoter.

C'est donc des deux côtés que des actions concrètes doivent être mises en œuvre pour améliorer la qualité de l'information, renforcer les droits des créanciers, responsabiliser les acteurs face à la difficulté sans les condamner pour leurs échecs, dé-diaboliser la difficulté et son accompagnement. Si les solutions doivent être appréhendées au niveau opérationnel, la représentation de l'échec et la stigmatisation dépassent les seules problématiques du système bancaire pour toucher à l'ensemble de la société. Dans la culture française, l'échec doit devenir une occasion d'apprendre et de rebondir. ■

9/ Conseil National des Administrateurs Judiciaires et Mandataires Judiciaires, *Analyse comparative des systèmes de procédures collectives en Europe*, février 2021.

10/ <https://donnees.banquemondiale.org/indicator/IC.ISV.DURS>

11/ Rostamkalaei A., Nitani M. et Riding A. (2020), « Borrower discouragement: the role of informal turndowns », *Small Business Economics*, vol. 54, n°1, 173-188.



# L'après Covid : une opportunité pour les fintech ?



**DONALD BRYDEN**

Conseil de fonds  
d'investissement

**L**e contexte lié à une abondance de liquidité, à des taux d'intérêt faibles, à une reprise économique, et d'un endettement des Etats et des entreprises élevé crée une inflation des valeurs d'entreprises la plus haute des dernières années tant dans les transactions privées qu'en Bourse. Cela a aussi permis à des entreprises fragilisées avant la crise du Covid de tenir durant cette période. Les banques de crédit ont également bénéficié des mesures gouvernementales d'octroi et de garantie de crédit ainsi que des revenus ancillaires liés à ces concours. Les fonds de crédit en manque d'emprunteurs ont accru leurs concours avec un couple rendement/risque fortement dégradé.

Le réveil pourrait être brutal avec une reprise possible de l'inflation (déjà visible aux Etats Unis) liée notamment aux coûts accrus des matières premières, à la pénurie de main d'œuvre dans certains secteurs et aux surcoûts logistiques. Cela pourrait se conjuguer avec la nécessité pour les Etats de réduire le montant de dette généré par le traitement la crise Covid.

Le risque est alors que les charges financières liées à l'endettement des entreprises s'alourdissent par la hausse des taux d'intérêt et les entreprises les plus fragiles peuvent se trouver en grande difficulté. Des faillites significatives pouvant entraîner un réajustement boursier, un accroissement des créances douteuses des banques une crise des fonds de dettes (en forte croissance depuis des années mais avec des actifs toujours plus risqués), une désaffection pour les fonds de capital investissement classiques lié à la chute de rendement et la hausse des taux d'intérêt. En revanche

les fonds dits de situations spéciales ou de retournement peu actifs durant la crise Covid peuvent prospérer en sortie de crise avec le retrait du soutien de l'Etat.

Le secteur de la gestion d'Actifs devrait également poursuivre sa consolidation du fait de la réduction des rémunérations des gérants et le retour en cas d'inflation à des actifs moins risqués mais plus faiblement margés.

La crise a accéléré le phénomène de concurrence des Fintech dans les secteurs des banques et assurances. En effet, la digitalisation des process, le développement de l'open Banking et la dépersonnalisation de l'accès de la clientèle a permis à des modèles sans héritage du passé tant dans la technologie, le modèle social que dans la gouvernance de prospérer grâce à une plus grande agilité. Les modèles traditionnels de banque et d'assurance devraient voir leur part de marché décroître. Ces nouveaux modèles Fintech étant moins générateurs d'emplois que les modèles historiques pour les mêmes missions, les réductions d'effectifs dans le secteur financier pourraient s'accélérer.

En conclusion, la sortie de crise est une réelle opportunité pour les acteurs financiers agiles dont les modèles se sont bien adaptés aux nouveaux modes de consommation et à la digitalisation en revanche cette sortie pourrait être pénalisante pour ceux qui n'auront pas su adapter leur modèle technologique et social aux nouvelles données (la détention d'une partie du capital des Fintech par les salariés rend le secteur particulièrement attractif à un moment où les valorisations sont élevées).■



**la sortie de crise est une réelle opportunité pour les acteurs financiers agiles dont les modèles se sont bien adaptés aux nouveaux modes de consommation et à la digitalisation**

# L'économie d'après-Covid



**EMMANUEL  
HAUPTMANN,**

Associé fondateur de  
**RAM Active Investments,**  
responsable de la gestion  
systématique actions

## Réponse monétaire

Les banques centrales du monde entier ont eu recours à une expansion monétaire agressive, premier rempart à une chute de la vélocité de la monnaie et des échanges, la Fed menant le pas avec une expansion du M2 aux Etats-Unis de plus de 20% (quatre trillions de dollars, de très loin la plus forte expansion monétaire de l'histoire du pays). La BCE a suivi, avec un programme inédit d'achats d'urgence et une expansion monétaire de 2.2 trillions d'euros sur l'année 2020.

## Programmes d'investissement

Aux grands maux, les grands remèdes, à ces interventions monétaires se sont ajoutés des plans de soutien aux entreprises en difficulté dans l'ensemble des pays, ainsi que des plans d'investissement de grande envergure annoncés par les gouvernements du monde entier. Les plans d'investissement

**L**a pandémie de Covid a eu un impact profond sur l'économie globale, paralysant l'activité pendant plusieurs mois et ayant des répercussions sévères sur de nombreux secteurs économiques encore aujourd'hui.

Alors que les réponses sanitaires ont pu diverger, une politique zéro-Covid « extrême » permettant à la Chine d'être la seule économie majeure à croître en 2020, avec une croissance de 2.3% sur l'année, les réponses budgétaires et monétaires se sont beaucoup ressemblé.

Les interventions budgétaires et monétaires ont été nombreuses, et permettent à l'économie mondiale d'effectuer la reprise économique la plus forte jamais vue, une croissance de 6% étant attendue pour l'année 2021 (IMF World Economic Outlook), après une contraction de 3.5% en 2020.

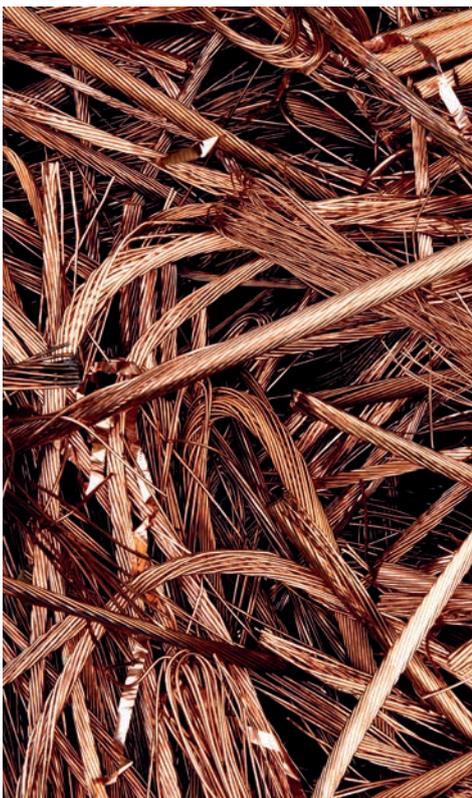


d'urgence, d'infrastructure et de transition écologiques annoncés représentent des trillions injectés dans l'économie, au prix de déficits records engendrés en 2020 (15% de déficit aux Etats-Unis et plus de 7% en Europe).

### Risques inflationnistes non transitoires

L'abondance de liquidités et la forte relance créent un déséquilibre entre demande et offre fragilisée post-covid, source d'inflation forte. Cette inflation semble aujourd'hui soutenue par une inflation des salaires aux Etats-Unis, de nombreux américains ne semblant pas pressés de reprendre un emploi, le taux de participation au marché du travail restant à des niveaux exceptionnellement bas, en-dessous de 62%.

Avec l'appréciation du pétrole à 80 dollars, l'explosion du prix de l'électricité en Allemagne (on y paie aujourd'hui autour de 200 Euros le MWh pour le mois prochain, cinq fois plus qu'il y a un an) ou du gaz naturel, de nombreux secteurs sont fragilisés, dont le secteur industriel qui souffre d'un cumul de problèmes de supply-chain post-covid et de matières premières hors de prix.



### Inflation et croissance ?

Les pays avec les plus grandes dépendances énergétiques (Chine, Inde,...) encourent le plus de risque, mais l'économie globale est exposée, l'inflation actuelle étant difficilement conciliable avec des taux à zéro ou négatifs, et des banques centrales ultra-accommodantes.

Certains pays tirent aujourd'hui un avantage stratégique et économique de la situation actuelle, la Russie en premier lieu au vu de ses fortes exportations de matières premières.

Difficile dans ce contexte de prendre un risque élevé sur le marché actions. Nous observons une tendance à ce que nos stratégies de sélection de titres augmentent le poids des secteurs de la Technologie et de la Santé ces dernières semaines dans le contexte incertain actuel. Après le choc du Covid et la reprise, l'après-Covid s'annonce plein d'incertitudes, il est temps d'être sélectif et de prendre un biais qualité dans les investissements actions. ■



# Quelques réflexions sur le financement des entreprises et sur le marché du placement privé



## OLIVIER SCHATZ

Représentant de la  
Compagnie financière  
Jacques Cœur pour la  
Belgique et le Luxembourg

Senior external Advisor  
Europe Aurel BGC

Senior Advisor Priscus  
Finance, Belgique et  
Luxembourg

**M**odestement, en tant qu'acteur de ce marché, qui a connu depuis 2013 une envolée en France, ainsi d'ailleurs que dans d'autres pays d'Europe, j'ai le sentiment d'une inflexion sensible de la dynamique de ce marché du placement privé Corporate, qui pourtant paraissait promis à un bel avenir dans une perspective de désintermédiation progressive.

Cette inflexion est le fruit de la pandémie, et des deux confinements, mais surtout des mesures de financement palliatives qui ont été mis en place par les pouvoirs publics.

La pandémie a radicalement fragilisé certains pans de l'économie : transports, hôtellerie, tourisme etc... En outre, à l'intérieur d'un même secteur d'activité, selon le mode de distribution et/ou le type de clientèle, certaines entreprises se sont trouvées finalement peu affectées, alors que d'autres peinent encore à retrouver des circuits d'approvisionnement, doivent constituer des stocks tampons, voient leurs distributeurs dans le monde s'effriter etc. cela donne un paysage industriel/logistique/commercial kaléidoscopique : or, en placement privé de dette à moyen terme, cinq à sept ans, la visibilité comme la crédibilité des prévisions reste des

facteurs clé. le placement privé auprès des fonds institutionnels (ou dans lesquelles la grande majorité des LPs sont des institutionnels) a besoin de fiabilité, plus que le crédit bancaire. Par construction, les banques françaises ont une bien meilleure diversification du risque de crédit, et pour celles qui ont conservé la mémoire de leur clientèle, elles peuvent disposer d'un historique économique et financier sur la longue durée : elles sont structurellement moins « frileuses ».

Les mesures de financement décidées par les pouvoirs publics ont complètement changé la donne. Les PGE ont été un succès formidable : mise en place rapide du processus par la BPI, adhésion du système bancaire, excellent accueil par les entreprises, car la maturité paraissait suffisante, le taux attractif, et le processus d'instruction bien balisé : les directions financières, comme les patrons d'entreprises, se sont mobilisés pour présenter des dossiers complets : 130 milliards d'euros de crédit pour 660.000 entreprises. Et c'est un vrai succès : malgré des circonstances économiques qui restent étranges, et sans précédent, la sinistralité des entreprises est au plus bas. Et on s'attend à ce que le taux de sinistre des PGE reste faible.

Mais cette vision d'ensemble masque une réalité plus contrastée, qui commence à apparaître. D'un côté les PGE ont représenté pour certaines entreprises un formidable effet d'aubaine ; de l'autre, pour les entreprises durement touchées, ils ne peuvent pallier durablement des pertes d'exploitation souvent très significatives. Au milieu de ces deux familles, ici un peu schématisées, pour les entreprises qui ont réussi à limiter leurs pertes, le PGE permet d'attendre pour revenir en cash-flow positif, et de faire face plus sereinement à la disruption des chaînes logistiques à laquelle nous assistons aujourd'hui.

Ainsi, pour certaines entreprises, le PGE représente un matelas de sécurité en trésorerie, à peine consommé. Fortes de cette liquidité, celles-ci n'ont pas vraiment besoin d'avoir recours au marché du placement privé, même si elles ont des perspectives de croissance. D'autant que l'échéancier des PGE c'est déjà trouvé allongé, et que chacun escompte des reports supplémentaires d'échéancier.

Pour les deux autres familles, qui restent en territoire de cash-flow nul ou négatif, ou qui ont d'ores et déjà accumulés des pertes significatives, le marché du placement privé « classique », destiné à la croissance organique ou externe, leur est fermé, faute de rentabilité et de visibilité. En PP, il leur reste à faire appel à fonds de « special situations », dont l'intervention devra comprendre une part d'Equity ou de quasi equity pour vraiment conforter durablement l'entreprise : malgré le confort initial de la trésorerie des PGE, certaines entreprises ont déjà dû mandater des conseils, celles dont la structure financière paraît largement compromise. Et naturellement, au-delà du marché de la dette, il y a toutes les solutions de M&A : cession, recapitalisation, cessions d'actifs ou de branches d'activité etc.

Au-delà des aspects financiers, le quasi-monopole bancaire sur le financement des entreprises moyennes s'est trouvé renforcé. Travaillant rapidement sur la demande de PGE de leurs clients, les banques ont fait valoir leurs compétences et leur disponibilité : la désintermédiation n'est plus d'actualité ! De nouveau, c'est la banque principale du client entreprise qui va régler la structure et les modalités du



financement. C'est la banque principale qui décidera d'octroyer un nouveau crédit, et de le syndiquer à son idée ; elle pourra réaliser un PP, mais alors elle sera seul arrangeur et placeur : la banque peut désormais optimiser son exposition en risque de manière très fine, et à la vérité, je n'ai pas le sentiment que l'entreprise petite/moyenne ait vraiment son mot à dire.

Mais il reste des créneaux dans lesquels le placement privé reste un formidable outil de financement, souvent très actif. Ce qui contribue à l'augmentation rapide des encours des fonds spécialisés.

D'abord le LBO, qui à mon sens représente la quasi-totalité des flux actuels en placement privé. Malgré la conjoncture chaotique, le LBO reste un marché extrêmement actif, avec un risque de crédit très mesuré : les sponsors en Equity pèsent lourd, ils ont beaucoup levé au cours des dernières années, et chacun sait qu'ils sont prêts à recapitaliser des entreprises temporairement bousculées. La visibilité économique est souvent bonne, de nombreuses entreprises en LBO ont des track records longs ; leurs managements, associés à la performance, et habitués à l'optimisation généralisée, ont un savoir-faire supérieur en gestion de crise. Et puis, c'est un marché bien rodé, avec des acteurs compétents, avec une liquidité profonde liée au marché secondaire de la dette, et au maintien honorable des volumes

de CLOs. Le crédit senior secured conserve, malgré l'effritement des marges et l'affaiblissement des covenants, un excellent rapport rentabilité/risque/liquidité dans un contexte de taux extrêmement bas. Et il intéresse donc beaucoup d'institutions financières et de banques.

L'autre compartiment du placement privé qui prospère, celui-ci sectoriel, est la dette d'infrastructure, senior ou subordonnée, directement octroyée aux SPV, ou aux « Holdco ». Les volumes de construction, surtout en énergie, sont significatifs ; les investisseurs recherchent du « green » ; il y a de la place pour tous les acteurs : depuis le crédit senior secured à une SPV, amortissable, mis en place par une banque régionale, jusqu'au junior mezzanine Holco, bien structuré, destiné sous forme crédit ou obligataire à des fonds spécialisés. Au fil des années, les équipes et les savoir-faires se sont multipliés et enrichis, et l'écosystème de financement paraît aujourd'hui bien rodé. Là aussi, le rendement rentabilité/risque est excellent, grâce au sous-jacent, dont la robustesse est captée par des dispositifs de garanties/structuration efficaces.

Enfin il reste certaines catégories d'entreprise, bien spécifiques, que le secteur bancaire appréhende très mal, mais qui peuvent légitimement souhaiter disposer d'un effet de levier pour améliorer leurs performances. Je peux citer les holdings familiales : par construction le cash-flow est modeste, mais le patrimoine substantiel ; l'analyse de crédit est donc délicate, et la structuration parfaitement

sur-mesure ; une difficulté supplémentaire est que le placement privé doit rester relativement confidentiel, et l'on sait que les NDA ne sont que relativement efficaces. Les holdings familiales ont souvent une dimension immobilière patrimoniale importante, et là aussi la structuration doit être adaptée. Surtout quand la holding pilote des activités de transformation/rénovation immobilière. Les holdings familiales peuvent avoir également un portefeuille significatif de Private Equity, que très peu de banques acceptent de financer. Les arrangeurs et les fonds spécialisés sont mieux à même de comprendre le risque de valorisation et de liquidité des diverses lignes. Néanmoins, En volume, si l'on pouvait disposer d'une segmentation du marché du placement privé, ces différentes activités apparaîtraient marginales,

Le marché du placement privé obligataire, ou crédit, a donc beaucoup changé de perspective au cours des deux dernières années. Il me semble que les opérations de taille petite et moyenne vont se révéler encore moins nombreuses en 2021 que lors des années antérieures. Le marché du LBO va continuer à trouver un financement large, notamment grâce au placement privé, les besoins des entreprises petites et moyennes resteront plus que jamais satisfaits par les banques : en France, la désintermédiation m'apparaît encore réservée aux grandes entreprises, du moins pour encore quelques années. Le mouvement de désintermédiation amorcé s'est trouvé brutalement infléchi surtout pour les émetteurs de taille moyenne. ■



# L'évaluation post covid : quoi de neuf ?



## ERIC GALIEGUE

Analyste financier  
indépendant, membre de la  
SFAF et de sa commission  
« Evaluation et Méthodes »

Président de VALQUANT  
EXPERTYSE SAS

### Introduction

La pandémie de bronchite virale dite « Covid - 19 » a plongé la planète dans une crise sans précédent en 2020 et 2021. Pour éviter un cataclysme sanitaire aux conséquences humaines désastreuses, les autorités sanitaires et gouvernementales ont décidé des confinements très stricts pour arrêter la propagation de l'épidémie. Elles ont eu pour conséquence un arrêt volontaire de l'activité, comparable à ce qui a été vécu en temps de guerre. Cette seconde crise systémique du siècle, après la crise financière de 2008, constitue un « stress test » grandeur nature pour les entreprises. Comment un tel contexte a-t-il modifié l'évaluation des entreprises ? Peut-on parler d'évaluation « post-Covid », et est-elle différente de celle du « monde d'avant » ? Pour répondre à ces questions, nous avons dans un premier temps analysé le comportement des ratios d'évaluation avant, pendant et après la crise, et dans un second temps nous faisons l'inventaire des modifications durables de la pratique de l'évaluation des entreprises post - Covid.

### Les ratios d'évaluation : constatations

Les prix pratiqués par les marchés financiers, lorsqu'on les rapporte à des grandeurs comptables de l'entreprise, permettent de calculer des ratios d'évaluation. Ces mesures fluctuent fortement dans le temps, mais elles

constituent des points de repère précieux.

Dans la mesure où les résultats des entreprises ont été fortement impactés par un contexte économique particulièrement difficile, nous évitons d'analyser les ratios de type PER, VE/EBIT ou VE / EBITDA. Nous analysons donc deux ratios d'évaluation moins dépendants de la conjoncture économique : le cours /actif net et la Valeur d'Entreprise / Ventes.

Les ratios présentés sont calculés sur la base de données financières prospectives (un an devant) et pondérées. (Graphique 1 et 2).

Ces deux graphiques montrent plusieurs éléments intéressants. Le premier est que la crise de l'année 2020 s'inscrit dans une hausse tendancielle des ratios



Graphique 1. Source : Factset et Valquant Expertyse

## Evolution du ratio Cours / Actif net comptable prospectif depuis 20 ans



Graphique 2. Source : Factset et Valquant Expertise

d'évaluation, qui a commencé il y a plus de 10 ans, au lendemain de la crise financière de 2008-2009. Le second est que les ratios d'évaluation ont fortement augmenté pendant la crise de 2020, à l'exception du mois de mars, qui a vu le paroxysme de la volatilité des cours. En ce sens, la crise sanitaire a eu pour effet d'amplifier le phénomène préexistant de hausse tendancielle de l'évaluation des actions.

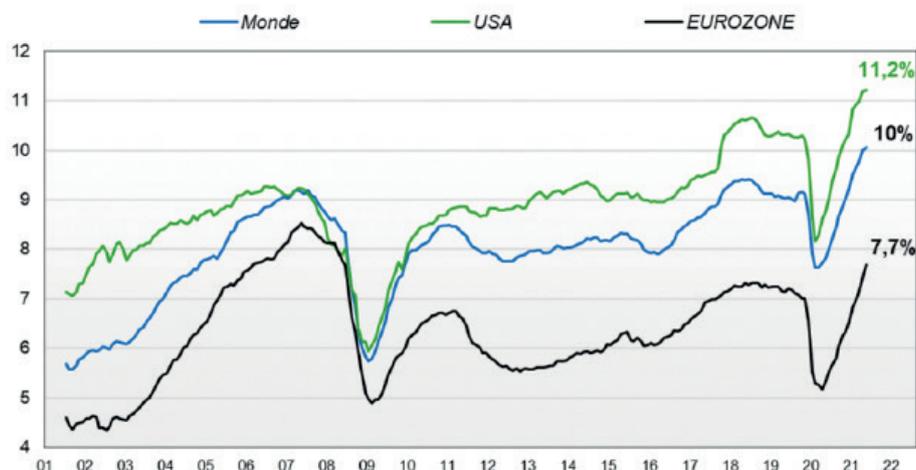
### Les modifications durables de l'évaluation des actions

A quoi faut-il attribuer cette amplification de la tendance à la hausse des ratios d'évaluation ?

Les raisons d'ordre général ont probablement été les plus importantes. Une crise systémique d'ordre sanitaire a induit une réponse systémique, et les autorités monétaires comme gouvernementales ont été au rendez-vous. En effet, pour éviter que la crise sanitaire et économique soit doublée d'une crise financière, les banques centrales ont activé très rapidement des dispositifs monétaires d'exception. Les « Quantitative Easing » ont été relancés des deux côtés de l'Atlantique pour des montants considérables (120Mds d'unités monétaires par mois aux USA comme en Europe), ce qui eut pour effet de « liquéfier » tout le système et d'éviter très efficacement la crise financière qui



### Marge nette par zone géographique



Graphique 3. Source : Factset et Valquant Expertise

pointait à la mi-mars 2020. De leur côté, les Etats ont mis en œuvre des dispositifs de soutien aux ménages (chèques envoyés directement aux ménages aux USA par exemple) et aux entreprises (chômage partiel pris en charge par l'Etat en France, aides aux entreprises les plus directement touchées par les mesures de confinement). Ces injections de pouvoir d'achat ont permis au revenu des français d'augmenter très légèrement alors que le PIB chutait de plus de 8% : les « contre-mesures » ont été très efficaces. Au total, paradoxalement, les entreprises cotées ont été les grandes gagnantes de cette crise sanitaire : leur marge 2021 anticipées par les analystes financiers du consensus Factset, sont attendues à un niveau supérieur au niveau publié en 2019, avant la crise sanitaire. Pourtant, le contexte de l'année 2021 n'était pas encore normalisé ; cela montre à la fois l'efficacité des mesures publiques et l'agilité des entreprises à les exploiter. (Graphique 3).

La hausse de l'évaluation des entreprises observée dans les prix, est justifiée par la modification des paramètres fondamentaux de la valeur. *Tout d'abord*, la démonstration de force des entreprises a été impressionnante. La hausse des marges en période d'incertitude incite les analystes à revoir à la hausse l'estimation de la capacité bénéficiaire potentielle des entreprises, et donc les flux futurs dans l'équation générale de la valeur. On a dit que la crise sanitaire a fortement accéléré, de plusieurs années, la mutation digitale de la société en

général et des entreprises en particulier. Cette mutation digitale, on le sait, génère des gains de productivité importants, qui profitent notamment aux entreprises. *Ensuite*, la mobilisation immédiate et très efficace des banques centrales et des gouvernements, contribue à réduire le risque de réalisation des flux futurs et réduit fortement le risque de défaut des entreprises. Si demain, une nouvelle crise éclate, on sait désormais que les Etats et Banques Centrales se comporteront de la même manière. Leur affichage très « pro-entreprises » est patent. Ces éléments contribuent directement à réduire la prime de risque. Cet effet est d'autant plus fort que le taux d'actualisation des flux futurs est désormais constitué quasi uniquement de la prime de risque.

On peut ainsi dire que la crise sanitaire a eu pour effet paradoxal d'augmenter l'évaluation des actions via un double effet : prise de conscience de l'efficacité des entreprises qui justifie un relèvement de leur capacité bénéficiaire potentielle (hausse du numérateur de la valeur) et baisse de la prime de risque (Banques centrales et Etats très pro-entreprises). Ce phénomène de baisse de la prime de risque des actions vient s'ajouter à la prise en compte progressive du très bas niveau des taux d'intérêt. Ils tirent vers le bas le taux d'actualisation des actions, ce qui augmente leur valeur. Ils incitent les investisseurs institutionnels à vendre leurs portefeuilles des produits de taux, et acheter des actions...ce qui contribue à augmenter leur prix. ■

# TPE - PME : comment dépasser le mur de la trésorerie post-crise ?



**ARBEN BORA**

Président d'Auxiga, leader européen du gage sur stocks

**A**llongement des délais de paiement, augmentation des besoins en fonds de roulement, accroissement de la dette de trésorerie... après le risque d'insolvabilité, les TPE et PME françaises font désormais face à celui de l'illiquidité. Plusieurs solutions existent pour dépasser le mur de la trésorerie qui se dresse devant elles. Parmi elles, le gage sur stocks, rendu plus pertinent encore par la récente réforme du droit des sûretés, est un outil à utiliser plus fréquemment.

## Des besoins de liquidité estimés à plusieurs dizaines de milliards d'euros

En France, 30% des TPE et 45% des PME ont souscrit un prêt garanti par l'Etat (PGE), consommés à 50%, principalement pour honorer des dettes fournisseurs et d'affacturage à court-terme. D'après le dernier rapport du Conseil d'Analyse Economique, la situation bancaire des TPE-PME s'est améliorée : les risques de faillites et d'insolvabilité sont limités et le mur de la dette est derrière nous.

Mais ils laissent place au mur de la trésorerie et aux risques d'illiquidité : la dette de trésorerie représente désormais 44% de la dette bancaire des TPE et 52% de celle des PME contre respectivement 9% et 19% avant la crise sanitaire. La situation de trésorerie des TPE-PME s'est donc détériorée et les entreprises font face à d'importants besoins de liquidité

à court terme. Prenons en pour preuve deux chiffres récemment publiés :

1. L'allongement des délais de paiement représente un déficit de 19 milliards d'euros de trésorerie pour les TPE-PME, dû aux retards de paiement, estimés à 13 jours par le dernier rapport de l'Observatoire des délais de paiement de la Banque de France.
2. L'augmentation de 31 milliards d'euros des besoins en fonds de roulement (BFR) des TPE-PME, soit une augmentation de 6 jours d'après une étude d'Euler Hermès, due au fort rebond de la demande, à l'augmentation des coûts des matières premières, et aux charges salariales.

## Le gage sur stock : une solution de financement à court-terme

Si le Ministre Alain Griset a annoncé l'accélération de la dématérialisation des factures pour réduire les retards de paiement à moins de 10 jours, il est cependant urgent de trouver des solutions de financement à court terme complémentaires pour les TPE-PME. L'affacturage - déjà sur-mobilisé et très coûteux pour les TPE-PME en raison des risques d'impayés - offre peu de levier de financement supplémentaire.

Une solution de financement à court-terme n'a pas encore atteint tout son potentiel : le gage sur stocks, sous-

mobilisé notamment en raison de la difficulté supposée des banques à évaluer et à contrôler les stocks. Sans tierce-partie en charge de l'évaluation et du contrôle des stocks, le taux de financement par gage est compris entre 40% et 60%. Il atteint en revanche entre 80% et 90% avec une tierce-partie ! C'est le rôle, par exemple, d'Auxiga, leader européen dans le domaine. Sur les 700 milliards d'euros de stocks des entreprises françaises, seuls 3 milliards sont gagés pour un encours de prêt de 2,5 milliards d'euros. Même en formulant l'hypothèse basse selon laquelle seulement 50% des stocks seraient gageables, ils représenteraient un potentiel de financement d'à minima 140 milliards d'euros sans tierce-partie et de plus de 300 milliards d'euros avec tierce-partie.

Ce potentiel de financement permettrait donc de couvrir non seulement les besoins de liquidité immédiats mais également de soutenir la relance et la croissance des entreprises françaises. La récente ordonnance du 15 septembre 2021 portant réforme du droit des sûretés dans le cadre de la loi PACTE a modernisé et simplifié cet outil en élargissant l'assiette du gage et en étendant le principe de substitution des objets gagés, offrant ainsi plus de flexibilité aux entreprises. Le gage est sans aucun doute une réserve de valeur à exploiter pour dépasser le mur de la trésorerie des TPE-PME. ■



# La logistique : secteur résilient face à la crise sanitaire



**THOMAS MORTIER,**  
Président - Groupe STACI

**L**a crise sanitaire actuelle a révélé à un public beaucoup plus large l'importance de la logistique. Souvent invisible aux yeux d'un large public, elle s'est révélée être un enjeu économique et sociétale majeure.

Voici quelques chiffres pour situer son importance dans l'économie française : la logistique se place au 5<sup>ème</sup> rang des activités économiques, emploie 1,9 millions de personnes (transport inclus) soit 6% de la population active avec un besoin estimé de 500.000 embauches d'ici à 2025. La logistique représente environ 10% du PIB français pour un chiffre d'affaires de 200 milliards d'€.

La logistique est hétérogène, couvre des métiers différents composée d'entreprises de taille très différente. Il n'est pas simple de globaliser la manière dont le secteur a pu se protéger et réagir à la crise sanitaire.

STACI, leader européen dans son domaine est majoritairement dédiée au B2B. Elle est implantée dans 7 pays européens et, depuis 2 ans, aux Etats-Unis. Nous déployons partout un même modèle qui a fait ses preuves au cours de 3 décennies.

Comme tous les secteurs de l'économie, nous avons été pris de court lors de la décision des confinements de l'économie début 2020. Jamais un tel scénario n'avait été envisagé.

Comme beaucoup de nos concurrents, nous ne savions pas comment la situation allait évoluer et quel sort serait réservé à notre activité. Une période longue d'incertitude s'ouvrait. Connaissant l'entreprise quelques années après sa création, j'ai toujours conservé l'espoir et j'ai choisi de ne pas prendre de décisions hâtives sachant ce que secteur avait une réelle réserve de croissance.

Notre activité s'en est ressentie immédiatement malgré un nombre de



clients important (plus de 500) et dont la taille va de la PME à l'entreprise mondiale. Finalement, la moyenne d'envois mensuels traités par STACI France en 2020 a dépassé de 10% celle de 2019. Cela nous a incité à continuer notre croissance externe notamment en Allemagne.

La logistique a souffert en début de crise sanitaire pour finalement bénéficier de cette période chaotique. Les habitudes de consommation ont été largement modifiées par les limitations de déplacement imposées par les confinements, la logistique destinée au B2C s'est considérablement développée notamment dans le domaine du dernier kilomètre pour lequel de nouveaux acteurs sont apparus. Nous avons rapidement élargi le champ d'activités vers le B2C ce qui d'ailleurs correspond à une demande de plusieurs de nos clients.

Quelques bémols viennent s'inviter dans cet environnement qui semble prospère pour l'industrie de la logistique : la hausse des prix des carburants et du transport, la pénurie de certains biens intermédiaires qui pourraient ralentir la croissance des flux. Il faudra voir si ces effets sont durables ou seulement passagers car probablement liés à un rattrapage rapide

des pertes de croissance de la période passée récente et quels pourraient être l'impact durablement sur cette activité.

Sachant que la sortie définitive de crise reste encore incertaine, cette période aura démontré les atouts de ce secteur dans un environnement de crise mondiale et son rôle de soutien sociétal indispensable. Par conséquent, je reste très positif quant à la poursuite de la croissance du secteur, en espérant que l'essentiel de la crise soit bien derrière nous. ■



# Détection des faillites et allocation des ressources

**L**oin d'être un événement rare qui n'arrive qu'aux autres, la faillite touche les entreprises de toute taille dans toutes les zones géographiques. Les conséquences sont à la fois sociales (licenciements) et économiques (régions désertifiées).

Notre propos portera sur les conséquences financières. En effet, la mauvaise allocation des fonds prêtés par les banques handicape l'appareil productif et au-delà la productivité globale des pays.

Cela pose la question de l'attribution de ces fonds et de la capacité d'utiliser des outils performants pour déterminer le devenir des entreprises et leur probabilité de faillite. Ainsi, les modèles de faillite sont-ils performants ?

Cette question n'est pas nouvelle et la littérature sur cette question est abondante depuis Beaver (1966), Altman (1968) ou encore Ohlson (1980). Tous ces modèles se basent sur l'utilisation des données comptables (bilan et compte de résultat). L'arrivée de l'intelligence artificielle et son utilisation massive à partir de la fin des années 90 n'a pas modifié les sources de données utilisées. Que l'on utilise des techniques linéaires ou non-linéaires (réseaux de neurones pas exemple), ce sont toujours les données comptables qui sont largement utilisées car elles sont disponibles et standardisées. Malgré toutes ces avancées, il n'en reste pas moins vrai que la capacité à bien prédire le destin d'une entreprise (faillite ou non) reste



**ERIC SÉVERIN**

Professeur des Universités,  
IAE Lille, Université de Lille



**DAVID  
VEGANZONES**

Associate Professor, INSEEC  
U Research Center, ESCE  
International Business  
School, Paris, France

1/ Les études s'accordent à dire que l'erreur la plus coûteuse est l'erreur de type 1. En d'autres termes, le coût d'un impayé est plus lourd à supporter que celui de la non captation de parts de marché. Cela explique les nombreuses garanties demandées par les banques lors de l'octroi d'un crédit.

encore très limitée. Le taux de bonnes prédictions est de 80 à 85%. Comment donc améliorer ce résultat ?

Dans les années récentes, de nombreux travaux ont cherché à comprendre les erreurs des modèles. Si la technique économétrique n'est pas à mettre en cause, où sont les zones de progrès ?

Les travaux se sont focalisés sur les données et leurs qualités. L'information comptable n'est pas toujours fiable (qualité du reporting) et est manipulée. De ce fait, elle ne donne pas une représentation fidèle de la réalité comme l'a montré depuis longtemps Rosner (2003). Quelles que soient les raisons de cette manipulation (respect des clauses bancaires, Charitou et al., 2007 ; volonté de toucher des bonus, Bergstresser et Philippon, 2006 ; stratégie financière pour manipuler le cours boursier, Perry et Williams, 1994 ; ou encore volonté d'éviter des litiges, Charitou et al., 2007), l'information erronée vient perturber les modèles de faillite et décroît leurs performances (Séverin et Véganzones, forthcoming). Ainsi, quel que soit le modèle utilisé, la performance des modèles prenant en compte la manipulation des résultats est meilleure (de l'ordre de 2 à 5%). Il est à noter que c'est l'erreur de type 1 qui bénéficie le plus de cette amélioration. L'erreur de type 1 consiste à considérer une firme comme saine alors qu'elle est en faillite et l'erreur de type 2 représente le risque inverse à savoir qu'une entreprise apparaissant en faillite est en réalité une entreprise saine<sup>1</sup>. Ainsi, la prise en compte de la qualité

de l'information améliore non seulement l'allocation des fonds mais aussi réduit le rationnement du crédit.

D'autres travaux se sont focalisés sur la recherche d'informations pertinentes plus qualitatives. La difficulté est de pouvoir, d'une part, collecter l'information et, d'autre part, de pouvoir produire une mesure avec laquelle on disposera de données fiables. Les études mettent en évidence que la prise en compte de données relationnelles (Tobback et al., 2017) ou encore de données de gouvernance (Liang et al., 2016) sont autant d'éléments permettant la prévision de la faillite et au-delà une meilleure allocation des fonds.

Pourquoi alors, les acteurs économiques en sont-ils encore à utiliser principalement les données comptables ? Plusieurs arguments peuvent être avancés. Premièrement le coût de collecte de l'information et la quantité des données à traiter. Ainsi, l'étude de Liang et al. (2016) utilise comme mesure de gouvernance des données telles que: le nombre d'administrateurs externes, le nombre de contrôleurs, la nature des actionnaires (industriel, familial, financier, etc.), le nombre de directeurs étrangers, la qualité des actionnaires (personnes morale ou physique), la tête de groupe de ces actionnaires, etc. Ce coût pèse sur la réactivité et la prise de décision. Deuxièmement, la rapport avantage/inconvénient. Le coût élevé de la collecte n'est pas toujours compensé par l'amélioration de la performance des modèles et la bonne destination des fonds.

Malgré cela, il est à ce jour impossible de prédire de façon certaine le devenir des entreprises : les chocs économiques soudains (comme le COVID 19), les décisions des acteurs (le soutien de l'Etat avec le PGE) et plus largement les aléas de la vie (il suffit de penser à la détérioration de la santé d'un dirigeant particulièrement au sein des TPE) n'apparaissent pas dans les états financiers.

C'est pourquoi, au-delà des chiffres, c'est la qualité de la relation bancaire et le lien privilégié entre la banque et l'entreprise qui permettront, d'une part, de mieux

prédire le devenir des entreprises et, d'autre part, d'allouer les ressources financières de façon efficiente et efficace.

## Bibliographie

Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4), 889-609.

Beaver, W. (1966). Financial ratios as predictor of failure, *Journal of Accounting Research*, 4, 71-111.

Bergstresser, D., Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511-529.

Charitou, A., Lambertides, N., Trigeorgis, L. (2007). Earnings behaviour of financially distressed firms: The role of institutional ownership. *Abacus*, 43(3), 271-296.

Ohlson, J. A., (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1): 109-131.

Liang D., Lu C-C., Tsai C-F., Shih G-A., (2016). Financial ratios and corporate governance indicators in bankruptcy prediction: A comprehensive study, *European Journal of Operation Research*, vol 252, issue 2, p. 561-572

Perry, S. E., Williams, T. H. (1994). Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting and Economics*, 18(2), 157-179.

Rosner, R. L. (2003). Earnings manipulation in failing firms. *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 361-408.

Séverin E., Véganzones D. Can Earnings Management Information Improve Bankruptcy Prediction Models? *Annals of Operation Research*, forthcoming, DOI : <https://doi.org/10.1007/s10479-021-04183-0>

Tobback, E., Bellotti, T., Moeyersoms, J., Stankova, M., Martens, D. (2017). Bankruptcy prediction for SMEs using relational data. *Decision Support Systems*, 102, 69-81. ■



**L**e monde d'avant disparaît, c'est une certitude et un impératif. Comment préparer l'après, pour imaginer un monde meilleur ? La pandémie du Covid-19 et le confinement ont amorcé un grand basculement à l'échelle mondiale. En six mois, nos modes de vie ont radicalement changé, sans retour en arrière possible. Et c'est tant mieux, car il y a urgence pour la planète : notre système économique est obsolète face à une démographie galopante et au dérèglement climatique. A cette situation inédite, s'ajoutent des mouvements de fond, qui transforment aussi la face du monde : notamment la recomposition des relations internationales, avec la montée en puissance de la Chine - et plus largement de l'Asie -, et les promesses de l'Afrique. Fort heureusement, l'écologie et le développement durable sont compatibles avec la croissance. Les dettes peuvent être remboursées autrement que par la faillite, l'impôt et l'inflation. La science s'est remise en marche et invite à toutes les ruptures pour que naisse un autre modèle, dont la crise sanitaire a esquissé les grandes lignes. Dans cet essai résolument optimiste et enthousiaste, Philippe Dessertine donne les clés de compréhension de ces bouleversements inédits. ■



**Titre : Le grand basculement**

**Auteur : Philippe Dessertine**

**Editeur : Robert Laffont**

# Opinion

## Travailler plus : pour les autres, ou pour soi ?

Les Forums Mac Mahon proposent d'encourager le travail par une plus juste contribution des travailleurs aux charges publiques sociales et fiscales.



**RAINIER  
BRUNET-GUILLY,**

Co-organisateur  
des Forums Mac Mahon



**DENIS KLEIBER,**

Co-organisateur  
des Forums Mac Mahon



**RÉGIS DE  
LAROULLIERE,**

Co-organisateur  
des Forums Mac Mahon

**T**ravailler plus, ou travailler moins ? Ce débat, déjà ancien, est à présent relancé en prélude à la campagne des élections présidentielles. Faudra-t-il en particulier réduire l'âge de la retraite, le maintenir, ou l'augmenter ?

La France est le pays de l'OCDE où l'on travaille en moyenne le moins rapporté à la population globale : 635 heures de durée du travail par an et par habitant, à comparer à 709 heures en Espagne, 713 heures en Italie, 729 heures en Allemagne, 830 heures aux Etats-Unis, 911 heures au Japon et 1048 heures en Corée du Sud. Malgré une productivité parmi les meilleures du monde, la production nationale de biens et services à se partager ne suffit plus à couvrir les besoins et à assurer un niveau de vie ressenti comme suffisant.



**Rendre la  
production  
et le travail  
plus attractifs »**

Travailler moins encore et bénéficier de davantage de loisirs, notamment en abaissant l'âge de la retraite, réduirait simultanément la quantité de biens et services à se partager. Avoir plus de temps libre, mais en ayant moins de biens services à consommer pour profiter de ces loisirs accrus, paradoxal, non ?

Symétriquement, travailler plus, mais pour qui ? Pour rembourser la dette, pour l'Etat, ou pour les autres ? Vraiment peu motivant, quand à peine la moitié du coût salarial complet d'un salarié lui revient après charges sociales, et moins encore après paiement des impôts. Cela vaut-il la peine de travailler plus que ce qui est obligatoire (durée hebdomadaire ou annuelle, âge de la retraite) ?

Pour rendre la production et le travail plus attractifs, les Forums Mac Mahon

proposent de permettre aux travailleurs de bénéficier du plein retour de leur travail une fois qu'ils ont acquitté leur juste contribution aux charges publiques et aux transferts sociaux. Ces travailleurs travaillant davantage travailleraient ainsi d'abord pour eux-mêmes. Il y aurait de plus deux conséquences heureuses : ils produiraient davantage de biens et services à se partager, et leur demande additionnelle permise par leurs revenus additionnels viendrait tirer le reste de l'économie. Cerise sur le gâteau, cette demande additionnelle se manifesterait à un niveau beaucoup plus fin que ce que peuvent faire les politiques publiques.

La grande réforme des prélèvements obligatoires ici proposée pourrait avoir deux volets : d'une part plafonner les cotisations sociales, y compris CSG et CRDS, aux 39 premières heures d'activité et aux 42 premières années de vie professionnelle, et en exonérer le travail excédentaire. Et d'autre part exonérer d'impôt sur le revenu la rémunération additionnelle obtenue en travaillant au-delà de ces mêmes seuils.

L'impôt sur le revenu demeurerait progressif comme à présent : une personne rémunérée cinq fois le SMIC continuerait de payer proportionnellement significativement plus qu'une personne gagnant deux fois le SMIC. Mais à partir de la 40<sup>ème</sup> heure, l'une comme l'autre ne paierait pas d'impôt sur son travail supplémentaire, ayant acquitté sa juste contribution au financement des transferts sociaux et de la dépense publique.

La conjonction de la relance, avec les pénuries de main d'œuvre et les tensions qui se manifestent dans de nombreux secteurs, et de la campagne électorale avec ses propositions novatrices, offre une occasion exceptionnelle d'engager le débat sur ce point essentiel : encourager le travail par une contribution des travailleurs aux charges publiques sociales et fiscales plus motivante et plus juste. ■



**Plafonner les cotisations sociales aux 39 premières heures... Exonérer d'impôt la rémunération additionnelle obtenue en travaillant au-delà... »**



# Les travaux du Groupe de Travail « Contrôle et Conformité en Finance ».

Contribution aux dispositifs de lutte contre la criminalité financière : améliorer le traitement des « Personnes Politiquement Exposées » et des « negative news », une double problématique sensible.



**JEAN-FABRICE  
FEUILLET**

Associé fondateur  
ACI partners



**NATHALIE  
DE LARMINAT BOUGNOUX**

Fondatrice gérante TILIAS



**PIERRE LACOSTE**

Consultant ACI partners

**Le Groupe de Travail « Contrôle et Conformité » du Centre réunit des dirigeants et des experts, autour de thématiques stratégiques clés et de problématiques sensibles du contrôle, de la conformité et d'ESG.** Qu'en soient remerciés les participants, qui tous ont activement contribué aux réflexions et à l'élaboration d'orientations pragmatiques vers lesquels s'engager.

## I. Bref rappel du contexte

Dans le cadre de leurs obligations de vigilance en matière de lutte contre la criminalité financière, les institutions financières sont tenues d'établir un dispositif d'alertes spécifique pour leurs clients qui des personnes politiquement exposées (PPE en français, ou PEP en

anglais, *Politically Exposed Person*). Il s'agit par exemple de membres de gouvernements, de hauts fonctionnaires, de dirigeants d'entreprises publiques, de personnalités bénéficiant de mandats électifs ou de responsables de partis politiques (...). Les personnes ayant un lien direct avec une PEP sont désignées sous l'acronyme RCA (*Relatives and Close Associates*), en général des membres de la famille ou des personnes qui leur sont étroitement associées, comme de proches relations d'affaires.

Par ailleurs, lorsque des informations médiatiques révèlent l'implication d'un client dans des activités de nature criminelle, ou même jugées contraires à l'éthique des affaires, les établissements doivent être en mesure d'identifier ces

informations sensibles afin de les intégrer dans l'évaluation du profil de risque d'intégrité de ce client afin de mettre en place une relation commerciale adéquate. L'identification et la qualification de ces *negative news* fait donc également partie de ce processus de due diligence.

## II. Des traitements lourds qui peuvent s'accompagner d'une efficacité relative

Les traitements de ces PEP et RCA ainsi que des *negative news*, se traduisent par des traitements opérationnels lourds, mobilisent force ressources sans véritable création de valeur. En effet, plusieurs estimations actuelles font état d'environ deux millions de PEP listées dans le monde, auxquelles l'on applique souvent un multiple de cinq pour les RCA. Ces listes doivent ensuite être croisées avec les centaines de millions de relations d'affaires, que peuvent compter les grands établissements financiers. Ce qui est déjà un défi opérationnel se trouve alors confronté à deux écueils majeurs.

Premièrement, il n'existe aucun consensus international sur la définition d'une PEP et il faut composer avec cette absence d'harmonisation réglementaire ; à titre d'exemple, le Brésil dispose d'un registre officiel quand la plupart des autres, comme la France, sont sans référencement public.

Deuxièmement, les données, qui proviennent de fournisseurs privés externes de bases sur les PEP, sont en général très parcellaires ; l'une des composantes absente et pourtant cruciale est celle de la date de naissance ; cela empêche ainsi la levée des homonymies et conduisant à un nombre important et regrettable de « faux positifs ».

Au sens du Règlement Général pour la Protection des Données personnelles (RGPD), les fournisseurs de listes considèrent en général qu'ils agissent en qualité de responsables de traitement, c'est-à-dire qu'ils déterminent les finalités et les moyens du traitement des données à caractère personnel. En revanche, ils ne

vont généralement pas jusqu'à garantir contractuellement que le traitement de données est complet et exact.

Pourtant, l'article 5 du RGPD prévoit que le responsable de traitement doit s'assurer que les données personnelles sont « exactes et, si nécessaire, tenues à jour ; toutes les mesures raisonnables doivent être prises pour que les données à caractère personnel qui sont inexactes, eu égard aux finalités pour lesquelles elles sont traitées, soient effacées ou rectifiées sans tarder ».

De plus, ne pas mettre en œuvre les mesures nécessaires pour lutter contre les homonymies pourrait-elle pas également être considéré comme une atteinte à la sécurité des données ? La prise en compte du risque d'homonymie par la collecte du lieu de naissance en plus de la date de naissance est une préconisation de la Commission Nationale Informatique et Libertés (CNIL) dans le cadre des listes noires notamment.

## III. Des orientations nouvelles à approfondir

La complexité juridique et la dissymétrie des obligations entre les parties prenantes, appellent au dialogue entre établissements et fournisseurs de bases de données, ainsi qu'à la mutualisation des efforts d'amélioration de ces bases, en priorité sur ces orientations dégagées par le Groupe de Travail.

Au-delà, et dans la mesure où les institutions financières sont investies réglementairement par les Etats, de missions de quasi service public en matière de concours à la lutte contre la criminalité financière, et que le Centre Européen de Protection des Données a recommandé à la Commission européenne de créer un cadre juridique spécifique pour les *watchlists*, les futures réflexions ne devraient-elles pas également associer les Autorités réglementaires et de supervision, afin de réconcilier ces deux enjeux majeurs, que sont la lutte contre la criminalité financière et la protection des données personnelles ? ■

## La liste des participants

Bertrand Bouquet  
Marc Carlos  
Baptiste Catherine  
Benoît Champion  
Julie Chevalier  
Frédéric Dalibard  
Jean-Fabrice Feuillet  
Céline Hays-Kiousis  
Pierre Lacoste  
Nathalie  
de Larminat Bournoux  
Gaël Leduc  
Frédéric Marty  
Hamdi Mohammed  
Nathalie Plouviot  
Albane Richard  
Guillaume Richard  
Valérie Villafranca

**Le prochain numéro**

**du Magazine  
des Professions Financières**

**sera consacré à**

**La Présidence Française  
de l'Union Européenne :**

**Quels enjeux ?**

**Prochaine parution**

**en mars 2022**



**#MAG24**