



Bruxelles, 3.3.2021
C(2021) 1554 final

VERSION PUBLIQUE

Ce document est publié uniquement pour
information.

Objet: Aide d'État SA.58639(2021/N) – France – COVID-19 : Dispositif de garantie aux fonds de prêts participatifs et d'obligations subordonnées

Monsieur le Ministre,

1. PROCÉDURE

- (1) Le 8 juillet 2020, les autorités françaises ont contacté la Commission au sujet de l'intention de l'État français d'établir, dans le contexte de l'épidémie de COVID-19, un dispositif impliquant une garantie de l'État apportée aux investisseurs qui refinancent des prêts participatifs octroyés par des établissements de crédit aux petites et moyennes entreprises et aux entreprises de taille intermédiaire ou des obligations subordonnées émises par celles-ci et acquises par des fonds d'investissement. Les autorités françaises ont par la suite fourni des informations supplémentaires à la Commission sur la base de téléconférences (22 juillet, 17 et 30 septembre, 2, 16, 22 et 29 octobre, 6 et 30 novembre 2020, 9 et 15 février et 1^{er} mars 2021), de réponses à des questionnaires et d'échanges de projets du dispositif envisagé.
- (2) Par notification électronique du 3 mars 2021, la France a notifié ce dispositif, prévu dans la loi de finances 2021 (ci-après « la mesure ») en vertu de l'article 108, paragraphe 3, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (ci-après « TFUE »).

Son Excellence Monsieur Jean-Yves LE DRIAN
Ministre de l'Europe et des Affaires étrangères
37, Quai d'Orsay
F - 75351 PARIS

2. DESCRIPTION DE LA MESURE

- (3) Les autorités françaises considèrent que la crise liée à la pandémie de Covid-19 continue d'impacter fortement l'économie française qui devrait enregistrer un recul de produit intérieur brut (PIB) d'environ 9% en 2020 par rapport à 2019¹, et soulignent que les perspectives sont aujourd'hui négatives dans un contexte de forte incertitude sur la situation sanitaire future. Dans le cadre de cette crise, les autorités françaises ont accordé aux entreprises françaises un ensemble de mesures de soutien à l'économie sous forme notamment de dispositifs de prêts garantis, de reports de charges fiscales et sociales, ou de soutien au crédit interentreprises. Ces mesures ont permis d'éviter un effondrement de l'économie, mais le niveau élevé d'endettement qui en résulte risque d'entraver la capacité des entreprises à relancer leur activité et leurs investissements en accédant à de nouveaux financements.
- (4) Face à cette augmentation de l'endettement, de nombreuses entreprises auront à renforcer leurs ressources à long terme pour rééquilibrer leur structure de bilan. Ces besoins devraient émerger tout au long des années 2021 et 2022 et concerner en particulier les petites et moyennes entreprises (PME²) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI)³.
- (5) La mesure vise à répondre à cette problématique en permettant d'apporter, à partir du début 2021, de nouveaux financements à des entreprises viables, mais affectées par la crise. L'objectif de la mesure est de soutenir l'octroi de prêts participatifs⁴ et l'émission d'obligations subordonnées. Ces prêts participatifs et obligations subordonnées sont des instruments dont le but est d'offrir des financements longs aux entreprises, pour leur donner des marges de manœuvre financières permettant d'investir dans des projets ou des plans d'affaires développant l'entreprise, sans impliquer une modification de la gouvernance des entreprises financées comme cela serait le cas avec des apports en fonds propres (actions) ou des instruments hybrides convertibles en actions.

¹ Note de conjoncture, INSEE, 15 décembre 2020.

² Telles que définies par le règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 déclarant certaines catégories d'aides compatibles avec le marché intérieur en application des articles 107 et 108 du traité, JO L 187, 26.6.2014, p. 1.

³ Telles que définies par le décret d'application (n°2008-1354) de l'article 51 de la loi de modernisation de l'économie, les entreprises à taille intermédiaire ont entre 250 et 4999 salariés et soit un total de bilan n'excédant pas EUR 2 milliards, soit un chiffre d'affaires n'excédant pas EUR 1,5 milliard.

⁴ Le prêt participatif est un concours de ressource de financement à long terme qui n'emporte pas constitution de société entre le prêteur et l'emprunteur. Le prêt participatif est régi par les dispositions des articles L. 313-13 à L. 313-20 du Code monétaire et financier. Le paiement des rémunérations et le remboursement sont suspendus en cas de procédure de sauvegarde ou redressement judiciaire ; de même, en cas de liquidation de l'entreprise débitrice ou redressement judiciaire par cession, le prêt participatif n'est remboursé qu'après désintéressement complet de tous les autres créanciers, privilégiés ou chirographaires, mais avant les associés. Dès lors, le prêt participatif est un prêt subordonné de plein droit à toute autre créance détenue sur l'emprunteur autre que celle des associés ou actionnaires et ce, sans besoin de stipulation contractuelle expresse.

2.1. Base juridique nationale

- (6) Les bases juridiques de la mesure sont les suivantes :
- article 209 de la loi n° 2020-1721 du 29 décembre 2020 de finances pour 2021⁵ ; et
 - le (projet de) décret du Ministère de l'Économie et des Finances relatif à la garantie de l'État prévue à l'article 209 de la loi n° 2020-1721 du 29 décembre 2020 de finances pour 2021.

2.2. Nature, budget et période d'attribution de la mesure

- (7) La mesure est conçue comme une garantie de l'État français, à titre onéreux et dans le cadre de conventions conclues à cet effet, apportée aux investisseurs qui refinancent des prêts participatifs octroyés par des établissements de crédit ou des obligations subordonnées acquises par des fonds d'investissement⁶. La garantie d'État couvrira le risque de perte en capital lié aux investissements dans des prêts participatifs consentis aux PME ou ETI immatriculées en France ou dans des obligations subordonnées émises par celles-ci.
- (8) Le volume total d'encours des fonds d'investissement bénéficiant de la garantie d'État ne peut excéder un montant de 20 milliards d'euros. La garantie s'exerce dans la limite d'une quotité qui, rapportée à l'encours total des fonds en bénéficiant, ne dépassera pas 30%.

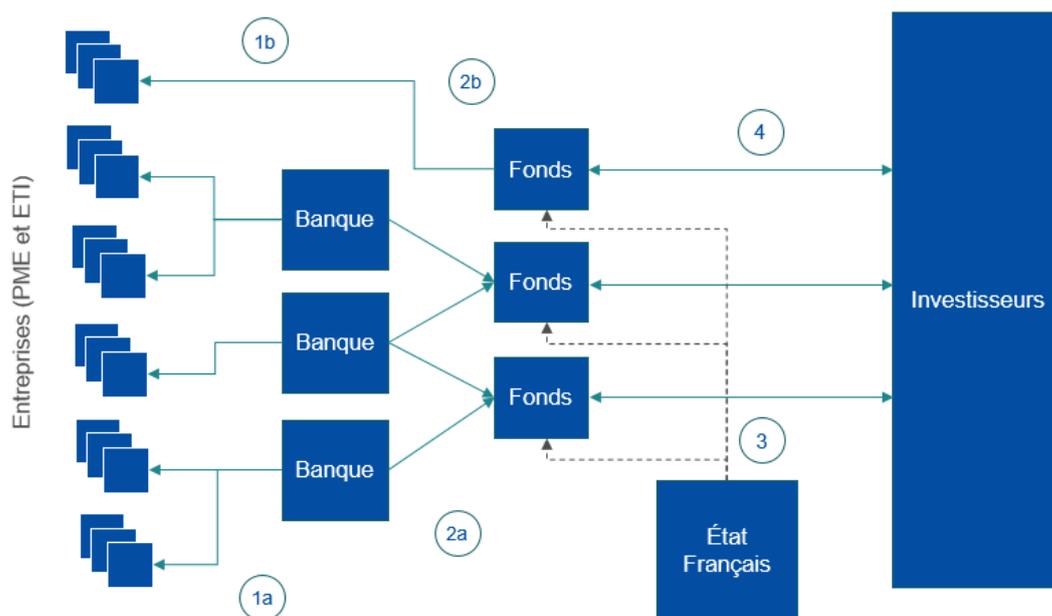
2.3. Entreprises parties prenantes de la mesure

- (9) La mise en œuvre de la mesure fait intervenir cinq catégories d'entreprises, aux rôles et caractéristiques différents : les établissements de crédit octroyant les prêts participatifs, les fonds d'investissement acquérant ces prêts participatifs ou des obligations subordonnées émises par les PME et les ETI, les sociétés gestionnaires de ces fonds ainsi que les investisseurs souscrivant des parts des fonds d'investissement, et les PME et ETI en tant qu'emprunteurs ou débiteurs obligataires. Les relations entre ces entités sont illustrées par le graphique 1 ci-dessous :

⁵ JORF n°0315 du 30 décembre 2020.

⁶ Fonds alternatifs régis par la section 2 du chapitre IV du titre 1er du livre II du code monétaire et financier.

Graphique 1 : Illustration du dispositif



- 1a Les banques originent les prêts participatifs
- 2a Les banques cèdent 90% des prêts participatifs aux fonds d'investissement
- OU
- 1b Les entreprises émettent des obligations subordonnées
- 2b Les fonds d'investissement acquièrent les obligations subordonnées et conservent en compte propre sur l'entreprise une exposition, au moins aussi subordonnées, de 10% du montant de l'obligation.
- 3 L'État français octroie une garantie sur la valeur liquidative des fonds d'investissement
- 4 Les investisseurs souscrivent des parts des fonds d'investissement

Établissements de crédit octroyant les prêts participatifs

- (10) Tous les réseaux d'établissements de crédit établis en France, y compris les succursales de banques étrangères, pourront, dans le cadre de la mesure, octroyer des prêts participatifs à des PME et ETI, suivant leur appréciation et sélection du risque de crédit.
- (11) Les prêts participatifs ont vocation à être cédés à leur valeur nominale à des fonds d'investissement. Les établissements de crédit maintiendront 10% du volume de chaque prêt dans leurs bilans, afin de les inciter à être sélectifs dans l'octroi. Le solde de 90% sera cédé aux fonds d'investissement. Les obligations subordonnées seront, elles, souscrites directement par les fonds auprès des émetteurs, sans intervention du secteur bancaire.
- (12) Le transfert des prêts participatifs aux fonds d'investissement n'est pas sujet à des contraintes d'immédiateté. Dans le cas où un établissement de crédit ne

parviendrait pas à trouver de fonds d'investissement acceptant d'acquiescer un prêt participatif donné, le prêteur sera contraint de conserver l'intégralité de l'exposition à son bilan.

- (13) La quotité de 10% que les établissements de crédit garderont à leur bilan est le double de celle de 5% qu'ils sont tenus de conserver dans le cadre d'une titrisation de créances.

Les fonds d'investissement, leurs gestionnaires et leurs investisseurs

- (14) Les établissements prêteurs transféreront 90% des créances à des fonds d'investissement, déclarés auprès de l'autorité française des marchés financiers⁷, ayant à leur actif la dette des prêts participatifs et des obligations subordonnées et dont les parts⁸ ont vocation à être souscrites par des investisseurs institutionnels, bénéficiant dès lors de la garantie d'État.
- (15) Les fonds d'investissement auront une personnalité juridique autonome et seront gérés par des sociétés de gestion agissant de manière indépendante, sélectionnées par les investisseurs et les établissements de crédit participants, sur la base de règlements de fonds approuvés par les investisseurs, stipulant notamment la rémunération des fonds d'investissement, des sociétés de gestion et l'ensemble des conditions d'investissement pour l'acquisition de prêts participatifs et d'obligations subordonnées qui n'est pas automatique et doit être agréée par le gestionnaire du fonds.
- (16) Les sociétés de gestion maintiendront pour leur propre compte une exposition, au moins aussi subordonnée, égale à 10% du montant de chaque obligation subordonnée acquise par les fonds d'investissement. En outre, les frais perçus par ces sociétés de gestion de la part des investisseurs seront modulés en fonction des taux de défaut observés.
- (17) Le nombre de fonds n'est pas prédéfini: une banque peut constituer un fonds pour y transférer uniquement les prêts qu'elle octroie ou plusieurs banques peuvent transférer leurs prêts à un fonds commun. Pour assurer un très important niveau de diversification et de granularité, les autorités françaises estiment probable que la garantie soit accordée à un fonds unique avec délégation à plusieurs sociétés de gestion pour les prêts participatifs, et un second fonds pour les obligations subordonnées comprenant également un compartiment par société de gestion retenue.
- (18) La souscription de parts des fonds d'investissement est ouverte à l'ensemble des investisseurs institutionnels, quelle que soit leur nature ou leur localisation géographique. Les autorités françaises anticipent que les organismes d'assurance, en particulier d'assurance-vie et y compris les organismes filiaux de groupes bancaires, contribueront largement au financement des fonds d'investissement

⁷ Les fonds pouvant bénéficier de la garantie devront également démontrer leur capacité à atteindre une granularité très importante.

⁸ Les fonds d'investissement seront des fonds fermés à l'issue d'une période de collecte de prêts participatifs et d'obligations subordonnées, dont le remboursement est prévu conformément aux règlements de fonds qui les encadrent.

compte tenu de leur poids dans la détention d'épargne financière en France⁹. Ces organismes disposent d'une capacité d'investissement propre et sont supervisés par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution en charge de la surveillance des établissements bancaires, d'assurance et leurs intermédiaires, ce qui garantit leur qualité d'investisseur avisé. Selon les autorités françaises, d'autres investisseurs ont déjà marqué leur intérêt pour le dispositif, qu'il s'agisse de caisses de retraite ou de gestionnaires d'actifs.

Les PME et ETI, en tant qu'emprunteurs ou débiteurs obligataires

(19) Pour être éligibles, les entreprises devront être des PME et ETI, les grandes entreprises autres que les ETI et les établissements de crédit et sociétés de financement quelle que soit leur taille étant exclues du dispositif. Les entreprises éligibles devront être viables avec un niveau de risque limité. Les autorités françaises estiment à 20 000 environ le nombre d'entreprises, éligibles, qui seront intéressées par le dispositif, avec une distribution envisagée de plus de 90% de PME. Pour l'octroi des prêts participatifs, les banques prêteuses ou les fonds sélectionneront les entreprises sur la base de deux critères cumulatifs :

- a) disposer d'une notation allant de 3++ jusqu'à 5+, au moment de l'octroi du prêt participatif ou de l'émission de l'obligation subordonnée, dans la cotation d'entreprises de la Banque de France¹⁰, ou d'une notation équivalente (voir Tableau 1 pour le classement; cette fourchette de notation équivaut à une notation allant de « solide » (AAA) à « satisfaisante » (BB) au sens de la Communication de la Commission relative aux taux de référence et d'actualisation, excluant par là une notation « faible » (B) ou « en difficultés financières » (CCC et en dessous)¹¹ ;

⁹ Les organismes d'assurance représentent environ 38% de l'épargne financière en France (31% étant constitués de dépôts bancaires), selon le Rapport annuel de l'observatoire de l'épargne réglementée, 2018.

¹⁰ La Banque de France est, avec des agences telles Standards & Poors, Moody's etc., l'un des 25 organismes externes d'évaluation de crédit dont l'échelle objective est reprise dans l'Annexe au Règlement d'exécution (UE) 2016/1800 de la Commission du 11 octobre 2016 définissant des normes techniques d'exécution pour le classement des évaluations de crédit effectuées par les organismes externes d'évaluation du crédit selon une échelle objective d'échelons de qualité de crédit conformément à la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil, JO L275 du 12.10.2016 p.19-26. L'échelle objective d'échelons en comporte sept, de sorte que le critère de sélection de la mesure requiert d'être dans la fourchette de 0 à 4 (excluant les échelons 5 et 6).

¹¹ Communication de la Commission relative à la révision de la méthode de calcul des taux de référence et d'actualisation, Tableau « marges ». JO C 14 du 19.1.2008, p. 6.

Tableau 1**Classement des évaluations selon une échelle objective d'échelons de qualité de crédit****Échelle de notation de crédit des émetteurs à long terme mondiale**

Échelon de qualité de crédit	0	1	2	3	4	5	6
Banque de France		3++	3+, 3	4+	4, 5+	5, 6	7, 8, 9, P
Fitch Ratings	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC, CC, C, RD, D
Moody's Investors Service	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa, Ca, C
Standard & Poor's	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC, CC, R, SD/D

Source : extrait de l'annexe du Règlement d'exécution (UE) 2016/1800 de la Commission

- b) présenter un plan d'affaires ou d'investissement permettant de démontrer qu'il s'agit bien d'entreprises qui cherchent à croître pour se relancer et non pas qui éprouveraient de sérieuses difficultés à poursuivre leurs activités; ces plans permettront de justifier que les fonds prêtés serviront bien à relancer les investissements et non à couvrir des besoins de liquidités pour payer des factures courantes. En outre, les autorités françaises précisent que ces plans devront être en parfaite adéquation avec l'objectif de relance européen.
- (20) Les entreprises émettant des obligations subordonnées devront respecter les mêmes conditions pour être éligibles au dispositif, évaluées par les sociétés de gestion.
- (21) Pour les autorités françaises, ces critères ne font pas qu'écarter les entreprises qui cesseraient leur activité en l'absence d'aide, mais sont discriminants même parmi celles qui pourraient survivre sans aide pendant la période d'attribution. Les simulations réalisées permettent d'apprécier la différence de risque entre l'ensemble des entreprises bénéficiaires des mesures de liquidité (du type des prêts garantis par l'État¹²) et le groupe plus restreint des entreprises éligibles au présent dispositif: les taux de pertes en capital dérivés des probabilités de défaut des entreprises concernées seraient ainsi de 7,6% pour un portefeuille type de prêts participatifs tel qu'envisagé, contre 15,5% pour une population d'entreprises telle que celle visée par les mesures de liquidité depuis le printemps 2020¹³. Le périmètre d'entreprises éligibles apparaît donc significativement – deux fois – moins risqué que l'ensemble plus large que constitueraient les bénéficiaires des

¹² Les prêts garantis par l'État sont octroyés dans le cadre du régime d'aide SA.56709 approuvé par la Commission le 16 mars 2020, tel qu'amendé.

¹³ Les simulations réalisées par les autorités françaises se fondent sur les données de la Banque de France concernant les distributions de notation des entreprises françaises et les taux de défaut sur une période de dix ans afférents, ainsi que sur l'historique des prêts consentis dans le cadre des prêts garantis par l'État, exemple d'une mesure de liquidité prise sous le régime de l'encadrement temporaire. Ces simulations prennent en compte un scénario central d'environnement de crise en 2021 suivi d'un retour à la normale à compter de 2022, considérant également les évolutions de la santé financière des entreprises débitrices. L'écart reste comparable sous d'autres scénarios plus stressés.

prêts garantis par l'État, ce dont tient compte la tarification de la garantie d'État dont les fonds devront s'acquitter.

2.4. Instruments financiers de la mesure

Les prêts participatifs et les obligations subordonnées

- (22) Les prêts participatifs et les obligations subordonnées devront respecter plusieurs critères pour être éligibles au dispositif :
- (a) Les instruments seront octroyés ou émis à compter de la date de la notification de la décision par la Commission aux autorités françaises, et au plus tard le 30 juin 2022.
 - (b) Les instruments financeront les plans d'affaires ou d'investissement des entreprises. À ce titre, des clauses existant sur le marché permettront de s'assurer que les prêts sont bien utilisés dans le cadre dans lequel le financement a été octroyé, y compris pour s'assurer que les instruments ne puissent servir à refinancer une exposition de crédit existante. Les établissements prêteurs et les fonds d'investissement prévoiront des clauses usuelles d'affectation des sommes empruntées qui pourront être mises en jeu en cas d'utilisation des fonds à des fins différentes de celles figurant aux plans d'affaires ou d'investissements présentés¹⁴.
 - (c) Les instruments garantis ne comprendront aucune clause de conversion en fonds propres et seront des instruments de dette subordonnés à toutes les autres créances des entreprises, hors fonds propres¹⁵.
 - (d) Les instruments auront une maturité de huit ans, avec un différé minimal d'amortissement du principal de quatre ans, sans différé pour les intérêts, (qu'ils soient annuels ou calculés sur une périodicité plus courte)
 - (e) Le taux d'intérêt des instruments sera librement déterminé par l'établissement prêteur et l'émetteur respectivement. Le montant d'intérêt en résultant aura vocation à rémunérer, outre l'établissement prêteur, les autres acteurs prenant part à la mise en œuvre du dispositif, à savoir les fonds d'investissement qui rémunéreront les investisseurs, leurs gestionnaires ainsi que l'État pour l'octroi et le bénéfice de la garantie.
- (23) Les autorités françaises indiquent que les prêts participatifs, bien que considérés comme des quasi-fonds propres par le Code monétaire et financier, sont

¹⁴ De telles clauses prévoient l'exigibilité anticipée des montants dus à concurrence du montant garanti. Dans les cas manifestes de détournement de fonds par l'emprunteur à des fins autres que celles prévues dans le plan d'affaires, ces montants sont remboursés par anticipation, ce qui entraîne l'extinction de la garantie correspondante.

¹⁵ Pour les prêts participatifs, la nature de dette subordonnée à l'ensemble des autres passifs hors fonds propres est prévue par l'article L. 313-13 du Code monétaire et financier. Pour les obligations subordonnées, les textes d'application pris par les autorités françaises prévoient que les contrats d'émission de ces titres devront stipuler que, en cas de liquidation amiable, de liquidation judiciaire ou de redressement judiciaire par cession de l'entreprise débitrice, leur remboursement ne peut se faire qu'après désintéressement complet de l'ensemble des autres créanciers privilégiés ou chirographaires.

considérés comme des instruments de dette par les normes comptables, le droit fiscal et le droit en matière d'insolvabilité. Ils ne sont en particulier pas comptabilisés comme des fonds propres au regard des exigences de capital minimales, et ne sont ainsi pas considérés comme des capitaux propres pour la qualification d'entreprise en difficulté au sens du droit de l'Union.

- (24) Les autorités françaises estiment que le montant moyen des prêts ou la valeur des obligations subordonnées émises se situera aux alentours de 1 million d'euros. En tout état de cause, ce montant ne dépassera pas :
- a) 8,4% du chiffre d'affaires total de l'entreprise en 2019 pour les ETI, ou si ce critère est plus favorable, deux-tiers de la masse salariale de l'entreprise en 2019 si elle est récente ou innovante, et
 - b) 12,5% du chiffre d'affaires total de l'entreprise en 2019 pour les PME, ou si ce critère est plus favorable, la masse salariale de l'entreprise en 2019 si elle est récente ou innovante.
- (25) Les autorités françaises estiment que, sur le montant cible de 20 milliards d'encours pour les fonds d'investissement, les prêts participatifs devraient représenter autour des deux-tiers des encours.

La garantie de l'État français au profit des fonds

- (26) La garantie de l'État couvrira partiellement les investisseurs souscrivant dans les fonds d'investissement contre le risque de diminution de la valeur liquidative des parts qu'ils détiendront dans les fonds, lié au risque de perte en capital provenant du non-remboursement du principal des prêts participatifs, pour la quotité cédée par les établissements financiers, et des obligations subordonnées.
- (27) La garantie qui sera octroyée à chaque fonds d'investissement respectera les critères suivants :
- (a) La garantie couvrira, en premières pertes, au maximum 30% du principal des prêts et obligations acquises par le fonds d'investissement.
 - (b) La garantie sera octroyée au plus tard le 30 juin 2022, et ne sera effective que jusqu'à l'échéance maximale de 8 ans des prêts participatifs et obligations subordonnées, soit au plus tard le 30 juin 2030 pour les derniers instruments distribués.
 - (c) La garantie ne couvrira que le principal restant dû des prêts participatifs et des obligations subordonnées, et non les intérêts et accessoires.
 - (d) La garantie sera rémunérée par le fonds d'investissement, en particulier via la part fixe des intérêts collectés sur les prêts participatifs et les obligations subordonnées.
 - (e) La garantie de l'État est rémunérée par des commissions de garantie qui ont vocation à être supportées par le fonds bénéficiaire et qui sont dues par ce fonds sur les intérêts perçus de chaque créance éligible. Le barème de la prime annuelle de garantie, rapporté au capital restant dû au titre de la créance, est fixé à 90 points de base pour les créances détenues éligibles à

la garantie, relatives à des PME et 180 points de base pour les créances détenues éligibles à la garantie, relatives à des ETI.

- (f) La garantie pourra être appelée par les fonds d'investissement :
- Postérieurement à l'exercice des voies de recours amiables ou judiciaires : l'État versera l'équivalent de la perte en principal constatée, à concurrence de la perte actuarielle. Cette dernière précision permet de n'exercer la garantie que lorsqu'une perte est réellement subie.
 - Au terme de la garantie de l'État : dans la situation où l'ensemble des voies de recours amiables ou judiciaires éventuelles ne seront pas terminées, ou si suite à une procédure judiciaire l'apurement n'aura pas pu être achevé lorsque la garantie arrivera à échéance, le fonds obtiendra le versement de la garantie sur le principal restant dû des créances qui feront encore l'objet de telles procédures. L'État sera alors subrogé dans les droits des créanciers garantis à l'égard des débiteurs de prêts participatifs ou d'obligations subordonnées, et touchera l'ensemble des remboursements ou recouvrements éventuels à leur place. Ce fonctionnement permettra d'éteindre le dispositif à la date souhaitée, sans distorsion du coût de la garantie pour l'État puisqu'il sera d'un montant égal à ce qui aurait été versé si les procédures avaient pu être menées à leur terme avant échéance de la garantie.
- (28) Les autorités françaises soulignent que la limitation de la couverture de la garantie à 30% du principal des fonds d'investissement est justifiée par l'objectif de maintenir un niveau de risque acceptable pour les investisseurs et compatible avec un profil de risque *investment grade*, pertinent pour les investisseurs qui font l'objet de limitations dans leur capacité même à prendre du risque, notamment du fait de l'adossement de leur actif à des passifs garantis en capital.
- (29) En octroyant une garantie en premières pertes, les autorités françaises visent ainsi à ramener le couple risque-rendement de l'investissement dans les parts des fonds d'investissement à un niveau qui permet de mobiliser des investisseurs institutionnels qui, sans la certitude d'investir dans des titres *investment grade*, se reporteraient sur des titres ou des véhicules financiers alternatifs afin de rester en conformité avec leurs obligations d'investissement. À titre d'illustration, en mai 2020, le seul marché européen de titres d'État et d'obligations d'entreprises notées *investment grade* s'élevait à plus de 10,000 milliards d'euros¹⁶.
- (30) Par ailleurs, les autorités françaises indiquent que la tarification prévue est calibrée de manière à couvrir le risque pris par le garant public afin que les décaissements consentis par l'État soient compensés par la rémunération perçue, sur la base des taux de défauts que les autorités françaises anticipent en scénario central. À ce niveau, la rémunération de la garantie couvrirait les pertes même

¹⁶ International Capital Market Association, May 2020 : [https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/bond-market-size/#European SSA](https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/bond-market-size/#European_SSA).

sous l'hypothèse, dégradée, où les défauts se produiraient tous au cours des cinq premières années.

2.5. Règles de cumul et autres engagements

(31) Les autorités françaises indiquent que :

- (a) Les instruments financiers octroyés par la mesure ne pourront pas être utilisés pour apurer des dettes préexistantes.
- (b) L'aide fournie dans le cadre de la mesure peut être cumulée avec d'autres mesures sous la forme de dette subordonnée prises en application de la section 3.3 de l'encadrement temporaire pour les aides d'État destinées à soutenir l'économie face à la flambée de COVID-19 (ci-après « l'encadrement temporaire »)¹⁷ à la condition que le montant total de prêts et d'obligations subordonnés, y compris ceux octroyés dans le cadre de la mesure, pour une même entreprise n'excède pas les seuils fixés au point 27 bis de l'encadrement temporaire, lu en combinaison avec le point 25 bis de cet encadrement¹⁸.
- (c) De plus, l'aide fournie dans le cadre de la mesure peut être cumulée avec d'autres mesures prises en application des sections 3.2 et 3.3 de l'encadrement temporaire (autres que des garanties sur instruments de dettes subordonnées) à la condition que, si le montant total de prêts et d'obligations pour une même entreprise, y compris ceux octroyés dans le cadre de la mesure, excède les seuils fixés aux points 25(d) et 27d) de l'encadrement temporaire, les conditions supplémentaires suivantes s'appliquent :
 - Le montant maximal des prêts participatifs et obligations subordonnées octroyés dans le cadre de la mesure est limité à 10% du chiffre d'affaires de 2019 pour les PME et 5% pour les ETI, ou, le cas échéant, les plafonds de masse salariale correspondants¹⁹, au lieu des plafonds prévus au considérant (24), et est subordonné au respect des ratios financiers suivants :

¹⁷ Communication de la Commission – Encadrement temporaire pour les aides d'État destinées à soutenir l'économie dans l'actuelle flambée de COVID-19 (JO C 91I du 20.3.2020, p. 1), modifiée le 3 avril 2020 (JO C 112I du 4.4.2020, p. 1), le 8 mai 2020 (JO C 164 du 13.5.2020, p. 3), le 29 juin 2020 (JO C 218, 2.7.2020, p. 3), le 13 octobre 2020 (JO C 340 du 13.10.2020, p. 1) et le 28 janvier 2021 (JO C 34, 1.2.2021, p. 6).

¹⁸ Cela implique notamment que toute autre mesure d'aide d'État sous la forme d'un instrument de dette subordonnée octroyé dans le contexte de la flambée de COVID-19, y-compris au titre de la section 3.2 de l'encadrement temporaire ou ne présentant pas même de lien avec cet encadrement, doit être incluse dans ce calcul (toutefois, les instruments de dette subordonnée octroyés conformément à la section 3.1 de l'encadrement ne sont pas pris en compte pour le respect de ces plafonds).

¹⁹ À savoir 40% % de la masse salariale de l'entreprise en 2019 pour une ETI si elle est récente ou innovante, et 80% de la masse salariale de l'entreprise pour une PME en 2019 si elle est récente ou innovante.

- le ratio entre l'endettement de l'entreprise, y compris les prêts participatifs et obligations subordonnées visés par la mesure, et ses fonds propres doit être inférieur à 5 ;
 - le montant de prêts participatifs et d'obligations subordonnées visés par la mesure pour l'entreprise doit être inférieur à la moitié de ses fonds propres.
- L'entreprise ne pourra pas bénéficier d'aides à la recapitalisation prévues dans l'encadrement temporaire.
 - L'entreprise doit démontrer, sur la base d'une auto-certification, l'existence d'un impact négatif lié aux conséquences de la perturbation économique résultant de la flambée du COVID-19 en remplissant au moins un des critères suivants : baisse du chiffre d'affaires ou de la masse salariale d'au moins 5%, ou réduction de 10% du recours à la sous-traitance, du montant des investissements ou des commandes, depuis la flambée du COVID-19 par rapport à la période antérieure, au moins annuelle.
- (32) La France confirme que l'aide octroyée dans le cadre de la mesure n'est pas conditionnée à la relocalisation dans son territoire de l'activité de production ou d'une autre activité de l'entreprise depuis un autre pays membre de l'Espace économique européen (« EEE »), indépendamment du nombre de pertes d'emplois effectivement occasionnées par l'établissement initial de l'entreprise dans l'EEE.

2.6. Transparence et rapports

- (33) L'État français publiera des informations sur la mesure sur les sites internet dédiés. Au plus tard le 31 décembre 2021, il présentera à la Commission un rapport intermédiaire sur l'utilisation du dispositif, décrivant la manière dont la mesure a été mise en œuvre et fournira, en particulier, des chiffres sur l'utilisation du dispositif par les PME et ETI pour des raisons de transparence. L'État français présentera également à la Commission un rapport actualisé au plus tard le [30 septembre 2022] sur l'utilisation du dispositif, prenant en compte les données disponibles suite à la clôture de la période d'octroi par l'État des garanties prévue au 30 juin 2022.

3. POSITION DE LA FRANCE

- (34) La France estime que la mesure proposée est une aide compatible au sens de l'article 107, paragraphe 3, point b), du TFUE, qui dispose que l'aide peut être considérée comme compatible avec le marché intérieur si elle a « *pour objectif de remédier à une perturbation grave de l'économie d'un État membre* ».
- (35) Les autorités françaises soulignent que le dispositif, en mobilisant jusqu'à 20 milliards d'euros de financements longs, subordonnés et soumis à un différé d'amortissement important, à destination des entreprises est de nature à avoir un effet positif sur l'ensemble de l'économie. La mesure notifiée est unique et calibrée pour répondre à l'objectif poursuivi par les autorités françaises, en l'absence de dispositifs d'aides à la recapitalisation mis en place jusqu'à présent, par exemple à la lumière de l'encadrement temporaire. Par ailleurs, les autorités

françaises soutiennent que ce dispositif permettra bien de soutenir l'investissement des PME et ETI en 2021 et 2022, dans un contexte où ces entreprises ont vu leur structure de bilan dégradée du fait de la crise. En effet, un manque de fonds propres ou de quasi-fonds propres, au regard d'un niveau d'endettement élevé, conduit les entreprises à adopter une stratégie exclusive de désendettement au détriment du développement de leur activité. Pour retrouver des marges de manœuvre financières, ces entreprises ont tendance à réduire leurs effectifs et à geler leurs investissements, ce qui nuit à leur potentiel de développement sur le moyen terme. Une estimation réalisée sur les entreprises de la zone euro montre que 60% de la baisse des investissements des entreprises constatées en zone euro sur la période 2008-2012 s'explique par le sous-investissement des sociétés qui avaient une dette plus élevée ou davantage à court terme²⁰. Sans ce soutien, un grand nombre de PME et ETI viables avant le choc lié à l'épidémie de COVID-19 pourraient se retrouver dans l'incapacité de relancer leur activité et leurs investissements, ce qui aurait des conséquences préjudiciables pour leur compétitivité, l'emploi et l'économie française.

- (36) Les autorités françaises soulignent également que le choix de la structure de la mesure permet de répondre efficacement aux objectifs de soutien poursuivis et de maîtrise de l'exposition des fonds publics.
- (37) Premièrement, le recours aux établissements de crédit comme intermédiaires financiers octroyant les prêts participatifs permet de toucher un grand périmètre d'entreprises, sur tout le territoire, via leurs relations d'affaires traditionnelles. Il permet également de s'appuyer sur l'expertise de ces acteurs financiers pour procéder à l'analyse des plans d'affaires sur lesquels se base l'octroi de financement.
- (38) Deuxièmement, le recours à des prêts participatifs et des obligations subordonnées d'une maturité de huit ans avec un différé de remboursement de capital minimal de quatre ans, permet de fournir aux entreprises une source de financement de long terme, leur offrant une visibilité accrue en comparaison de dettes de maturité plus courte. La diversité des instruments, distribués via les canaux bancaires ou directement émis par les entreprises dans le cas des obligations subordonnées, permet également d'assurer une couverture maximale du dispositif sans restrictions liées au modèle de financement des entreprises.
- (39) Ces instruments ont également l'avantage d'éviter toute incidence sur la structure de gouvernance des entreprises du fait de leur caractère non-intrusif, notamment pour les PME ou ETI qui ne souhaitent pas ouvrir leur capital et auraient ainsi refusé un dispositif reposant sur d'autres formes de financement en fonds propres. Les autorités françaises notent également que les prêts participatifs ne sont aujourd'hui que très peu distribués, en partie compte tenu de leur impact prudentiel pour les établissements prêteurs, tandis que les apports en fonds propres (actions) sont particulièrement onéreux et peu adaptés aux entreprises ciblées compte tenu des contraintes de gouvernance mentionnées précédemment.

²⁰ Kalemli-Özcan, S, L Laeven, and D Moreno (2018), "*Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis*", CEPR Discussion Paper 12881, et E. Ruscher et G. Wolff, "*Balance sheet adjustment: stylized facts, causes and consequences*", Bruegel Working Paper, février 2012.

Enfin, le recours à ces instruments permet d'éviter la prise et la gestion de participations directes par l'État dans des milliers d'entreprises.

- (40) Troisièmement, le recours à des investisseurs institutionnels investissant dans des fonds bénéficiant d'une garantie de l'État permet de mobiliser des sources importantes de financements privés en situation de pouvoir lever les montants envisagés dans des délais contraints. Selon les autorités françaises, les investisseurs anticipent, dans le contexte économique actuel, des risques très importants en scénarios stressés et ne sont pas en mesure de participer aussi pleinement au financement de l'économie en l'absence d'intervention publique. En outre, le dispositif limite, via l'octroi d'une garantie, l'exposition budgétaire de l'État par rapport à des structures alternatives de financement des entreprises par des instruments octroyés directement par l'État qui pourraient créer un effet d'éviction de grande ampleur sur le marché du financement en France.
- (41) Enfin, les autorités françaises considèrent que la durée du dispositif, qui prévoit la distribution de prêts participatifs et l'émission d'obligations subordonnées, ainsi que l'octroi de garanties étatiques aux fonds d'investissements jusqu'au 30 juin 2022, est justifiée afin de remédier à la perturbation de l'économie observée. Ainsi les dispositions prévues par les autorités françaises et le choix de la structure même de la mesure, considérée comme adéquate pour répondre aux objectifs de soutien poursuivis, requièrent un temps de mise en œuvre allongé afin de s'assurer d'un déploiement maximal du dispositif.
- (42) À ce titre, les autorités françaises soulignent que de nombreuses étapes, qu'elles soient législatives, réglementaires, liées à la mise en place des instruments ou à la mobilisation des financements, doivent être prises en compte pour apprécier la nécessité d'octroyer l'aide jusqu'au 30 juin 2022 :
- (a) Contraintes législatives : le dispositif ne sera stabilisé et juridiquement opérationnel qu'après la promulgation de la loi de finances et après la publication des textes d'application, date à laquelle les établissements de crédit, fonds d'investissement et investisseurs pourront débiter leurs démarches, y compris réglementaires.
 - (b) Contraintes réglementaires : le recours à des fonds d'investissements alternatifs réservés à des investisseurs professionnels implique la préparation des documents constitutifs des fonds, agréés par les investisseurs potentiels, ainsi que la déclaration et l'agrément du fonds auprès de l'autorité française des marchés financiers. Les autorités françaises indiquent que ces procédures prennent habituellement 4 à 6 mois mais pourraient être réduites à 3 mois dans le cas d'un dispositif prioritaire soutenu par les pouvoirs publics.
 - (c) Contraintes commerciales :
 - selon les autorités françaises, l'octroi d'un prêt participatif par les établissements de crédit sera vraisemblablement concomitant avec la certitude de pouvoir le céder aux fonds d'investissements afin d'éviter de conserver l'exposition intégralement à leur bilan, compte tenu de son impact prudentiel. L'octroi des prêts ne pourrait donc commencer qu'après la mise en place des fonds. Les contraintes seront identiques en matière d'obligations

subordonnées, les fonds d'investissement ayant besoin de se constituer avant de commencer à en acquérir.

- compte tenu des incertitudes actuelles sur la situation macro-économique et sanitaire, les établissements de crédit ne prêteront aux entreprises et les fonds d'investissement n'acquerront des obligations que sur la base des comptes financiers de l'année 2020, qui ne devraient être disponibles qu'à compter de la fin du premier trimestre 2021 environ, de sorte que les financements ne pourront être octroyés pour l'essentiel qu'après cette date, et lorsque les fonds auront été créés.
- il sera nécessaire que ces établissements de crédit disposent également de suffisamment de temps pour octroyer les prêts participatifs à des entreprises, après étude des plans d'affaires ou d'investissements. De même, les émissions obligataires devront répondre aux mêmes critères de sélection pour intéresser les investisseurs potentiels.
- enfin, les plans d'affaires ou d'investissements qui seront demandés aux entreprises devront reposer sur une vision stratégique sur plusieurs années leur permettant de reprendre leur rythme de croissance. Les entreprises éligibles au dispositif auront donc besoin d'un certain temps pour les établir et échanger ensuite avec les établissements de crédit et acquéreurs potentiels d'obligations sur cette base, et ce à compter du moment où l'ensemble de ces acteurs seront opérationnels.

(d) Contraintes d'investissements : les investisseurs ne seront pas nécessairement en capacité de mobiliser immédiatement des ressources correspondant à l'ensemble de l'encours de prêts participatifs et d'obligations subordonnées envisagés. Selon les autorités françaises, les investissements d'entreprises d'assurance-vie, qui devraient représenter une part conséquente des encours, seront de fait limités par le calendrier des tombées obligataires de leurs portefeuilles d'actifs, de manière régulière mais étalée dans le temps. À titre illustratif, les autorités françaises précisent que les organismes d'assurances vie perçoivent environ 120 milliards d'euros de tombées obligataires chaque année²¹, dont la totalité ne peut être investie en prêts participatifs compte tenu des contraintes de gestion de ce type d'acteurs. Ainsi, il apparaît cohérent de considérer, pour ne pas déséquilibrer l'allocation d'actifs de ces entreprises qui participeront au dispositif sur base volontaire, que seule une fraction limitée de ces tombées pourra être investie en prêts participatifs²², de sorte que la levée de fonds nécessaire à la mobilisation

²¹ Les liquidités qui sont obtenues tous les ans à partir d'un portefeuille obligataire correspondent à la somme des coupons et des remboursements pour arrivées à échéance. Le chiffre présenté repose sur un calcul réalisé sur la base d'une durée moyenne de 8,5 années, considérant que les obligations représentent par ailleurs 1 400 milliards d'euros d'encours en valeur comptable au bilan des assureurs français et génèrent en moyenne 2,6% de coupons.

²² Les obligations détenues par les assureurs sont très majoritairement des obligations souveraines, qui sont adaptées aux passifs garantis en capital de ces entreprises. Les obligations d'entreprises sont en

des 20 milliards d'euros envisagés devrait prendre au moins un an. En tout état de cause, les autorités françaises soulignent que, hors spécificités des acteurs de l'assurance, les levées de fonds de l'ordre de grandeur des montants envisagés prennent plusieurs mois.

- (43) La France considère que la mesure est appropriée, nécessaire et proportionnée et peut être déclarée compatible avec le marché intérieur conformément à l'article 107, paragraphe 3, point b), du TFUE.

4. APPRÉCIATION DE LA MESURE

4.1. Légalité de la mesure

- (44) En notifiant la mesure avant sa mise en œuvre, les autorités françaises ont respecté les obligations qui leur incombent en vertu de l'article 108, paragraphe 3, du TFUE.

4.2. Existence d'une aide d'État

- (45) Pour qu'une mesure soit qualifiée d'aide au sens de l'article 107, paragraphe 1, TFUE, toutes les conditions énoncées à cette disposition doivent être remplies. La mesure doit être imputable à l'État et financée au moyen de ressources d'État. Elle doit conférer un avantage à ses bénéficiaires. Cet avantage doit être de nature sélective. Enfin, la mesure doit fausser ou menacer de fausser la concurrence et affecter les échanges entre États membres.
- (46) La mesure implique l'utilisation de ressources d'État puisqu'elle fait intervenir une garantie directe de l'État français (considérant (7)). La mesure est également imputable à l'État français puisqu'elle est prise sur la base de l'article 209 de la loi de finances pour 2021 et de ses décrets d'application (considérant (6)).
- (47) La mesure confère un avantage aux fonds d'investissement en tant que bénéficiaires directs (considérant (14)) en couvrant un certain niveau de pertes dues à la carence, voire à la défaillance des emprunteurs pour le paiement des intérêts et le remboursement du principal des prêts participatifs et des obligations subordonnées acquises par les fonds d'investissement. Cet avantage leur permet, via l'octroi par l'État d'une garantie en premières pertes, d'assurer le versement d'un rendement aux investisseurs conforme à un profil de risque prédéfini, en reportant vers l'État, dans une certaine mesure, les risques et coûts de leur ressource. Or, comme le souligne la France, les investisseurs visés ne souscriraient pas les parts des fonds en question si ceux-ci n'offraient pas un profil de risque *investment grade*, quand bien même la rémunération des parts détenues serait plus élevée, dès lors que les fonds n'auraient pas à supporter le coût de la garantie de l'État. En ayant accès à une clientèle qui, autrement, ne leur serait pas accessible pour placer leurs produits, ces fonds d'investissement

revanche bien moins nombreuses. En effet, les obligations de sociétés non financières représentaient au total 16% des placements des assureurs soumis au régime prudentiel de Solvabilité 2 à fin 2019. Les obligations souveraines et les obligations de sociétés financières représentaient respectivement 27% et 24% des placements (source : ACPR, *Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance 2019*).

bénéficient ainsi d'un avantage économique qu'ils n'auraient pas obtenu à des conditions de marché en l'absence de garantie de l'État.

- (48) La mesure est conçue de manière à s'assurer que l'avantage soit, dans toute la mesure du possible, répercuté aux PME et ETI éligibles, en tant qu'emprunteurs souscrivant des prêts participatifs ou émettant des obligations subordonnées. La garantie donnée aux fonds d'investissements sert ainsi de catalyseur, qui fait qu'un tel dispositif puisse pour les encours visés et dans le laps de temps de moins d'un an et demi être mis en place au bénéfice des PME et ETI éligibles.
- (49) Ces entreprises contribuent ainsi à la rémunération de la garantie due par les fonds d'investissement par le paiement de taux d'intérêt fixés de manière à répondre aux exigences posées par lesdits fonds pour l'acquisition des instruments financiers. À titre d'illustration, dans sa communication sur les aides sous forme de garanties, la Commission considère que des garanties individuelles pour des prêts à des PME avec des primes de notation « refuges » annuelles de 0,4% (note de crédit AAA), 0,8% (note de crédit BBB-) et 2,0% (note de crédit BB) sur la quotité garantie ne contiennent pas d'aide d'État²³. À cette aune, certaines PME éligibles avec une note de crédit basse et bénéficiaires du dispositif seraient susceptibles d'obtenir un avantage économique dès lors que la garantie d'État accordée aux fonds leur permet *in fine* d'obtenir des prêts ou d'émettre des obligations subordonnées en obtenant des conditions avantageuses pour leur financement à long terme. En tout état de cause, la garantie d'État permet de mettre en place rapidement et pour un nombre considérable d'entreprises un dispositif qui a recours à des instruments financiers qui existent mais restent peu usités sur le marché français (considérant (39)). Dès lors, la Commission considère que, globalement, les PME et ETI éligibles bénéficient également d'un avantage économique qu'ils n'auraient pas obtenu en l'absence de garantie de l'État.
- (50) La mesure garantit aux investisseurs que les pertes résultant des incidences de paiement sur les intérêts ou le principal des prêts participatifs et des obligations subordonnées seront partiellement absorbées par l'État. Toutefois, la mesure a pour effet, vis-à-vis ces investisseurs, de ramener le couple risque-rendement des fonds d'investissements à un niveau correspondant à un profil de risque *investment grade*, sans quoi lesdits investisseurs reporteraient leur choix sur des titres ou véhicules alternatifs présents sur le marché. La souscription des parts par les investisseurs concernés, dont la présence est inhérente et intrinsèquement liée au dispositif, finance *in fine* les prêts et obligations, et l'avantage économique est dès lors transmis aux PME et aux ETI concernées.
- (51) La mesure ne confère pas d'avantage aux sociétés de gestion puisque leur sélection, leurs activités et leur rémunération sont toutes définies par les acteurs privés parties prenantes au dispositif, sur la base de pratiques conformes aux règles de marché, sans intervention de l'État. Les sociétés de gestion conservent par ailleurs une exposition au travers d'une rétention du risque correspondant à au moins 10% de l'encours des obligations subordonnées acquises par les fonds d'investissement.

²³ Communication de la Commission sur l'application des articles 87 et 88 du traité CE aux aides d'État sous forme de garanties, JOUE C155 du 20.6.2008, p.10.

- (52) La mesure ne confère pas d'avantage direct aux établissements prêteurs qui agissent en tant qu'intermédiaires financiers via l'émission de prêts participatifs et leur cession aux fonds d'investissement, tous les établissements établis en France pouvant par ailleurs participer à la mesure. Le dispositif prévoit également des dispositions spécifiques visant à s'assurer que les instruments ne puissent servir à refinancer une exposition de crédit existante. Les établissements prêteurs conservent par ailleurs une exposition au travers d'une rétention du risque de 10% de l'encours de prêts octroyés, qui demeure bien supérieure à l'exposition qu'ils sont tenus de garder pour des titrisations de créances à des conditions de marché (considérant (13)).
- (53) L'avantage accordé par la mesure est sélectif, car il n'est disponible que pour certaines entreprises, à savoir les fonds d'investissements à qui la garantie est octroyée et un sous-ensemble d'entreprises éligibles actives en France sur la base de critères de notation prédéterminés, correspondant à des PME et ETI, à l'exclusion des autres grandes entreprises et des PME et ETI qui ne satisfont pas aux critères de notation.
- (54) La mesure est susceptible de fausser la concurrence, car elle renforce la position concurrentielle des fonds d'investissement d'une part, et des PME et ETI éligibles, d'autre part. Elle affecte également les échanges entre États membres, étant donné que ces bénéficiaires opèrent prestant des services ou vendant des biens dans des secteurs dans lesquels il existe des échanges au sein de l'Union et que, par ailleurs, les parts de fonds seront ouvertes à des investisseurs dans tous les États membres de l'Union européenne.
- (55) Compte tenu de ce qui précède, la Commission conclut que la mesure constitue une aide d'État au sens de l'article 107, paragraphe 1, du TFUE en faveur des fonds d'investissements et des PME et ETI éligibles. Les autorités françaises ne contestent pas cette conclusion.

4.3. Compatibilité

- (56) La mesure impliquant une aide au sens de l'article 107, paragraphe 1, TFUE, il convient d'examiner si cette mesure peut être déclarée compatible avec le marché intérieur.
- (57) Conformément à l'article 107, paragraphe 3, point b), du TFUE, la Commission peut déclarer compatibles avec le marché intérieur les aides destinées « à remédier à une perturbation grave de l'économie d'un État membre ».
- (58) En adoptant l'encadrement temporaire, la Commission a reconnu que « l'épidémie de COVID-19 concerne tous les États membres et que les mesures de confinement prises par les États membres ont un impact sur les entreprises ». La Commission a conclu qu'« une aide d'État est justifiée et peut être déclarée compatible avec le marché intérieur sur la base de l'article 107, paragraphe 3, point b), du TFUE, pour une période limitée, pour remédier à la pénurie de liquidités des entreprises et faire en sorte que les perturbations causées par l'épidémie de COVID-19 ne compromettent pas leur viabilité, en particulier dans le cas des petites et moyennes entreprises ».
- (59) La Commission a fourni des orientations et des critères dans le cadre temporaire quant à la manière dont l'aide au titre de l'article 107, paragraphe 3, point b), du

TFUE peut être déclarée compatible avec le marché intérieur. Toutefois, l'encadrement temporaire ne prévoit pas le cas des mesures semblables à celle notifiée par les autorités françaises qui prévoit l'octroi de garanties étatiques à des fonds d'investissement privés et non aux établissements de crédit octroyant ces prêts. Comme le précise l'encadrement temporaire (point 16), la Commission considère que la notification de régimes d'aides offrant des solutions alternatives à celles que le cadre temporaire énumère, reste possible.

- (60) Par conséquent, la mesure que la France notifie doit être appréciée sur la base de critères généraux de compatibilité au sens de l'article 107, paragraphe 3, point b), du TFUE. Toutefois, l'encadrement temporaire peut fournir des orientations générales ou des critères particuliers pertinents applicables. Pour éviter toute ambiguïté, la Commission note que la communication concernant le secteur bancaire de 2013 (ci-après « la communication bancaire ») n'est pas applicable à la mesure proposée, étant donné que les bénéficiaires ne sont pas des établissements de crédit, pas plus que la mesure n'est destinée à répondre aux préoccupations liées à la stabilité financière ou aux besoins de liquidité ou de solvabilité des établissements de crédit.
- (61) En ce qui concerne toute dérogation à l'interdiction des aides d'État consacrée par l'article 107, paragraphe 1, du TFUE, l'exception de compatibilité en vertu de l'article 107, paragraphe 3, point b), du TFUE doit être interprétée et appliquée de manière restrictive. Une application stricte exige de tenir compte, notamment, de la nature et de la gravité objective de la perturbation de l'économie de l'État membre concerné, d'une part, et de l'adéquation, de la nécessité et de la proportionnalité de l'aide, d'autre part. Cela suppose notamment de tenir compte de l'éventuelle importance systémique et de la position des bénéficiaires et du secteur concerné.

4.3.1. Adéquation

- (62) Pour être appropriée, l'aide doit être ciblée sur son objectif, en l'espèce, remédier à une perturbation grave de l'économie française. Tel ne serait pas le cas si la perturbation avait disparu en l'absence de la mesure ou si la mesure n'était pas appropriée pour remédier à la perturbation.
- (63) La Commission note que l'impact de la crise liée au COVID-19 sur l'économie française est sans précédent. L'activité économique a été, et continue d'être sévèrement impactée par les restrictions sanitaires mises en place par les autorités françaises, malgré la mise en place de mesures de soutien à destination des entreprises. À ce titre, les dernières prévisions économiques de la Commission, font état d'une baisse du PIB de -8,3% en 2020, couplé à un impact important sur l'investissement privé lié aux fortes incertitudes et aux difficultés financières liées à la chute de l'activité en 2020. Le PIB de la France ne devrait pas retrouver son niveau d'avant crise avant le milieu de l'année 2022²⁴.
- (64) La situation est également reflétée dans l'encadrement temporaire, qui considère également que l'économie des États membres se trouve dans une situation de perturbation grave. Dans ce contexte, la Commission observe que la mise en

²⁴ *European Economic Forecast*, Hiver 2021, publié le 11 Février 2021.

œuvre de la mesure, qui vise un déploiement progressif jusqu'à juin 2022, s'inscrit dans un calendrier cohérent avec l'objectif de soutien de l'activité dans un contexte de reprise dans les deux prochaines années.

- (65) À cet égard, la Commission estime que, dans le contexte du ralentissement économique induit par la flambée de COVID-19, qui assèche les finances publiques, il importe de mobiliser des ressources privées pour soutenir autant que possible la solvabilité des entreprises viables dans l'Union. En réponse à la perturbation économique grave qui touche à présent tous les États membres de l'Union, la Commission a considéré que des instruments de garantie publique mobilisant des ressources privées, notamment sous forme de financements longs, sont adéquats et contribuent à l'objectif d'aider à rétablir la viabilité des entreprises et à libérer leur potentiel de croissance, tout en contribuant aux priorités de l'Union.²⁵
- (66) Dans la situation actuelle de perturbation grave de l'économie de la France, la mesure de soutien sous forme de garantie publique vise à maintenir un accès au marché du crédit à long terme pour les PME et ETI éligibles dans un contexte caractérisé par un fort endettement résultant des mesures prises par ces entreprises durant la crise qui risque d'entraver leur capacité à relancer leur activité et leurs investissements, notamment via l'obtention de nouveaux financements. La Commission note que la mesure vise à permettre aux entreprises éligibles de renforcer leur structure de bilan, de manière à créer des marges de manœuvre financières à même de soutenir l'investissement, à un moment où le fonctionnement normal des marchés du crédit est gravement perturbé par l'épidémie de COVID-19 et peu enclin à apporter des financements de long terme abordables permettant de favoriser la reprise de la croissance.
- (67) La mesure fait partie d'une série de mesures conçues au niveau national par les autorités françaises pour remédier à cette perturbation grave de leur économie. Ces mesures ont notamment pris la forme de dispositifs de prêts garantis, de reports de charges fiscales et sociales, ou de soutien au crédit interentreprises, dont l'objectif principal a été de stabiliser les entreprises en leur permettant de conserver un accès au marché du crédit. La Commission note que, selon les autorités françaises, ces mesures ont permis d'éviter un effondrement de l'économie en apportant de la liquidité aux entreprises impactées par la crise.
- (68) En outre, la mesure est également unique en ce qui concerne les PME et les ETI éligibles dès lors que la France n'a pas introduit d'autres instruments d'aide à la recapitalisation visant à fournir un support financier à même de soutenir et renforcer le haut de de bilan des entreprises concernées. Par ailleurs, la Commission note que le choix des instruments financiers, avec une maturité de huit années et un différé de remboursement du capital minimal de quatre ans, est à même de sécuriser l'octroi de financements privés supplémentaires à moyen-long terme en l'absence de charges financières immédiates, et répond donc à l'objectif poursuivi par la mesure.

²⁵ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) 2015/1017 en ce qui concerne la création d'un instrument de soutien à la solvabilité COM (2020) 404 final du 29.5.2020.

- (69) La mesure est conçue de façon à être efficacement diffusée à l'ensemble de l'économie française, dès lors qu'elle n'exclut pas a priori de secteurs autres que le secteur financier. La mesure vise ainsi à octroyer des financements à environ 20,000 PME et ETI porteuses de projets d'investissement qui sont en ligne avec l'objectif de remédiation de la perturbation économique et de soutien de la reprise économique poursuivi par les autorités françaises. L'adéquation de la mesure à cet objectif est corroborée, comme le soulignent par ailleurs les autorités françaises (considérant (35)) par l'expérience de perturbations économiques récentes montrant que, parmi d'autres composantes d'offre contribuant à la croissance, l'investissement risque d'être plus particulièrement affaibli et de façon plus durable²⁶. Cet effet persistant de réduction d'investissements est susceptible de se traduire dans le court et le moyen terme par une sortie plus lente de la perturbation économique et par une moindre croissance réelle par rapport à la croissance potentielle.
- (70) Par ailleurs, la mesure sera mise en œuvre, notamment pour la distribution de prêts participatifs qui pourraient représenter jusqu'à deux-tiers des instruments visés par le dispositif, par des établissements de crédit établis en France, permettant d'atteindre un grand nombre d'entreprises via le maillage bancaire et les relations d'affaires usuelles des entreprises avec leurs établissements prêteurs. L'ouverture de la mesure à l'ensemble des établissements de crédit établis en France renforce la couverture de l'ensemble du territoire avec les réseaux bancaires opérant comme canal de distribution. Enfin, l'inclusion des obligations subordonnées au dispositif permet d'éviter de discriminer les entreprises par rapport à leurs modes de financements, qu'il soit principalement par canal bancaire ou directement auprès d'investisseurs via l'émission de titres.
- (71) Enfin, il est important de noter la situation extrême et totalement inattendue dans laquelle se trouve l'économie française suite aux impacts de la perturbation économique provoquée par la flambée du COVID-19, qui se poursuivent en durée et en ampleur au-delà de ce qui était envisagé lors de son apparition. L'augmentation rapide des préoccupations associées à la solvabilité future des entreprises n'était pas prévisible il y a dix mois seulement. La mesure permettra donc de répondre efficacement à la perturbation grave de l'économie française qui est observée actuellement, en complément des mesures de liquidité mises en place pour un plus large éventail d'entreprises.
- (72) À la lumière de ce qui précède, la Commission estime que la mesure proposée par la France est appropriée, car elle porte sur les difficultés actuelles provoquées par les conséquences économiques de la crise du COVID-19 sur l'économie réelle, et notamment des risques de sous-investissement des entreprises en période de fortes incertitudes et d'accroissement de l'endettement, à même d'entraver leur capacité à relancer leur activité, avec ses conséquences sur le PIB, la capacité de production et l'emploi en France.

²⁶ Banque Centrale Européenne, Economic Bulletin, Issue 8/2020: *“The scarring effects of past crises on the global economy”*.

4.3.2. Nécessité

- (73) La mesure d'aide doit, quant à son montant et à sa forme, être nécessaire à la réalisation de son objectif. Cela implique qu'elle doit être du montant minimal nécessaire pour atteindre cet objectif.
- (74) La mesure prévoit le recours à une garantie partielle mobilisant des fonds publics au profit direct des fonds d'investissement de manière à servir de levier multiplicateur pour le déploiement de financements privés en procurant une assurance de rendement à des investisseurs, en position de déployer des fonds importants. La mesure sert de catalyseur à l'apport de financements par les établissements de crédit et *in fine* par les investisseurs, en minimisant l'utilisation des ressources d'État en comparaison avec d'autres dispositifs de financements directs.
- (75) De même, la mesure est ouverte à tous les établissements de crédit établis en France. Ce périmètre permettra de mobiliser l'ensemble de ces prêteurs et, par conséquent, de fournir un levier pour faire en sorte que les bénéficiaires soient orientés vers l'économie réelle dans la plus large mesure possible. En outre, la mesure est également ouverte à l'ensemble des investisseurs institutionnels intéressés dans l'Union ou dans des pays tiers. De la même manière, ce large périmètre permet d'assurer que la base d'investisseurs n'est pas explicitement limitée à une catégorie précise de financeurs, en favorisant par là l'apport de capitaux le plus large.
- (76) Dans sa forme, le choix d'une garantie partielle en premières pertes sur la valeur liquidative des fonds permet également de répondre à l'objectif visé d'offrir un rendement approprié nécessaire pour attirer des investisseurs, et donc de maintenir un afflux de financements privés dans un laps de temps relativement limité, qui n'aurait pas été possible en utilisant une autre forme de garantie. Sans assurance de rendement, et donc en supportant des risques de voir ses investissements devenir incompatibles avec les règles prudentielles en vigueur, un investisseur dont les règles d'investissement sont réglementairement contraintes, tel que c'est le cas dans le domaine de l'assurance-vie, pourrait aisément se reporter sur d'autres titres *investment grade*, en particulier vu la taille des marchés concernés (considérant (29)).
- (77) La mesure prévoit que la garantie de l'État pourra être octroyée jusqu'au 30 juin 2022, date maximale à laquelle les instruments garantis pourront être distribués, une fois la collecte de prêts de participatifs et d'obligations subordonnées clôturée. Cette période d'octroi doit être appréciée au regard des contraintes juridiques et techniques sous-jacentes à la mise en place de la mesure, et limitée au minimum nécessaire pour assurer de l'efficacité de la mesure à répondre à l'objectif poursuivi.
- (78) Premièrement, la Commission observe que le recours à une structure indirecte visant à octroyer une garantie à des fonds d'investissement nécessite un certain nombre d'étapes indispensables liées à la mise en place desdits fonds et à la coordination des acteurs participants à la mesure.
- (79) La mesure repose sur des fonds d'investissement alternatifs régulés et réservés à des investisseurs institutionnels professionnels. La mise en place de ces fonds est, d'une part, conditionnée à l'entrée en vigueur de la mesure après la publication

des textes d'application, et d'autre part, subordonnée au développement des documents constitutifs des fonds en lien avec les investisseurs porteurs de parts, et font l'objet d'une déclaration et d'un agrément par l'autorité des marchés financiers compétente, en lien avec la réglementation applicable. Sur la base des informations fournies par les autorités françaises, la durée de constitution d'un fonds alternatif et de son agrément par l'autorité des marchés financiers est comprise entre 4 et 6 mois, pouvant possiblement être réduite à 3 mois dans le cadre de projets jugés comme prioritaires par les parties prenantes. Le délai total pour la constitution de ces fonds doit également prendre en compte la nécessité de coordonner les différents acteurs, notamment les sociétés de gestion et les investisseurs, pour la constitution de fonds dans un cadre nouveau et reposant sur l'intervention d'une garantie publique et d'instruments financiers spécifiques. Il est dès lors raisonnable de considérer que la mesure ne pourra dès lors être mise en œuvre qu'après la constitution de ces fonds d'investissement, une fois la mesure légalement en vigueur au niveau national.

- (80) Deuxièmement, la Commission observe que l'acquisition des instruments financiers par les fonds d'investissement impose un certain nombre de conditions, liées à l'octroi ou à l'émission des instruments, de manière à conserver un alignement d'intérêt, notamment avec les investisseurs.
- (81) La mesure repose sur le principe selon lequel les fonds d'investissement acquièrent auprès des établissements de crédit les prêts participatifs ayant vocation à être refinancés par les investisseurs. Compte tenu de l'impact prudentiel de telles expositions pour les établissements prêteurs en comparaison de financements d'investissement classiques, lorsqu'elles sont conservées intégralement à leur bilan, il est raisonnable de considérer que l'octroi d'un prêt participatif par l'établissement de crédit sera généralement conditionné à l'assurance que ce-dernier sera en mesure de le céder dans un intervalle de temps limité, en particulier sur la base de discussions préalables avec les fonds d'investissement. Dès lors, la distribution de prêts participatifs, qui représentent une très large partie de l'encours total de la mesure, ne pourra sensiblement commencer qu'une fois les fonds constitués. L'émission d'obligations subordonnées, acquises directement par les fonds sans intervention d'intermédiaire, repose sur la même contrainte.
- (82) Les critères d'éligibilité imposées par le dispositif prévoient une notation minimale des entreprises et la présentation et l'évaluation d'un plan d'affaires auquel les ressources seront affectées (considérants (19) et (22)(b)). En premier lieu, il est raisonnable de considérer que la conception et l'évaluation des plans d'affaires s'inscriront dans un horizon de temps minimal permettant à la fois aux entreprises de développer leur stratégie d'investissement à moyen/long terme et d'échanger sur cette base avec les établissements de crédit pour les prêts participatifs et les gestionnaires des fonds pour les obligations subordonnées, à compter du moment où les différents acteurs seront constitués et opérationnels. En second lieu, comme souligné par les autorités françaises, il est raisonnable de considérer que les établissements de crédit et les sociétés de gestion, dans leur analyse des plans d'affaires portant sur des investissements futurs financés au moyen d'instruments subordonnés, s'établira sur une base fiable permettant de prendre la mesure de la santé économique et financière de l'entreprise au moment de l'étude du dossier, par exemple sur la base de comptes financiers actualisés. Cette contrainte est également renforcée par la nécessité pour l'entreprise

d'obtenir une notation de crédit minimale reflétant sa situation au moment de l'octroi du financement.

- (83) Troisièmement, la Commission observe que la distribution effective d'un montant important de financements ainsi que la mobilisation parallèle d'investisseurs institutionnels est impactée par les contraintes techniques et réglementaires auxquelles ces intermédiaires sont exposés.
- (84) En pratique, la mise à disposition de montants importants de prêts participatifs et l'émission d'obligations subordonnées pour servir les besoins exprimés par les entreprises ne peuvent être considérées comme immédiates, et nécessiteront un temps minimal pour gérer l'octroi, selon les autorités françaises, d'un encours pouvant atteindre jusqu'à 20 milliards d'euros.
- (85) Également, compte tenu de la prévalence du secteur de l'assurance-vie parmi les investisseurs institutionnels potentiels, dont les acteurs sont contraints dans leur stratégie d'investissement par des dispositions réglementaires, il est raisonnable de considérer que la mobilisation de financements de la part des assureurs-vie sera au moins partiellement dépendante de la disponibilité des fonds, alimentés par exemple par les tombées obligataires des titres détenus en portefeuille. Plus largement, la mobilisation des acteurs privés sur ce type d'investissements, dont les sous-jacents correspondent à une classe de risque particulière puisque subordonnée, est relativement plus longue qu'un déploiement traditionnel de financements bancaires ou publics directs.
- (86) A la lumière de ces éléments, la Commission conclut que la fixation de la durée d'octroi jusqu'au 30 juin 2022 est nécessaire pour assurer l'efficacité de la mesure, qui n'aurait pas été à même de répondre aux objectifs poursuivis avec un laps de temps plus court. La Commission note que ce délai est supérieur à la durée prévue par l'encadrement temporaire, mais demeure justifié compte tenu des spécificités de la mesure, qu'il s'agisse de sa structure, des acteurs qu'elle fait intervenir, et des critères d'éligibilité imposés par les autorités françaises pour répondre aux objectifs poursuivis.
- (87) La mesure est également limitée en ce qu'elle ne s'adresse qu'aux PME et ETI viables et porteuses de projets d'investissement, tel qu'apprécié via les critères de notation et l'obligation de soumettre des plans d'affaires, mentionnés précédemment. Ce périmètre vise à s'assurer que la mesure est strictement limitée pour répondre à l'objectif de soutien des entreprises concernées dans un contexte de fort endettement et de risques liés au sous-investissement, qui se sont matérialisés lors de crises précédentes (considérant (35)). La Commission note que les grandes entreprises autres que les ETI sont exclues du dispositif, ce qui montre que la mesure est ciblée pour remédier à des difficultés à accéder aux financements privés de long terme nécessaires pour financer les plans d'affaires face à la persistance des incertitudes économiques et financières liées à la perturbation économique en cours ressentie depuis mars 2020.
- (88) Le choix des instruments financiers permet également de s'assurer que la mesure est nécessaire, dans sa forme, pour répondre à l'objectif visé. L'octroi de prêts participatifs et d'obligations subordonnées de longue maturité, et disposant d'un différé de remboursement du capital, a un effet incitatif sur les entreprises, n'étant pas intrusifs dans la gouvernance, ni d'une maturité trop courte inadaptée à la réalisation d'investissement pour cause de contraintes de remboursement à court

terme. Le déploiement du dispositif n'atteindrait vraisemblablement pas la même ampleur, telle qu'estimée par les autorités françaises, dans le cas d'instruments de fonds propres ou de dette classiques, car les entreprises n'en auraient pas nécessairement voulu en raison d'impacts sur la gouvernance ou l'endettement.

- (89) Par ailleurs, la Commission note que l'introduction d'un différé de remboursement sur le seul capital restant dû permet de conserver des flux d'intérêts qui serviront au paiement de la garantie de l'État.
- (90) Enfin, la mesure est également limitée dans son montant avec un plafond d'encours fixé à 20 milliards d'euros pouvant être couverts par la garantie de l'État. Ce montant est limité par rapport au produit intérieur brut de la France, également au regard de l'effet macroéconomique de l'ensemble des mesures mises en place pour limiter la réduction de l'activité en cours, mais reste à même de produire des effets positifs dans l'économie.
- (91) Sur la base de ce qui précède, la Commission conclut que la mesure est limitée au montant minimal et à la forme nécessaire pour atteindre l'objectif poursuivi.

4.3.3. *Proportionnalité*

- (92) Les effets positifs de la mesure doivent compenser, de manière adéquate, les distorsions de concurrence, de sorte que celles-ci soient limitées au minimum nécessaire pour atteindre les objectifs visés par la mesure.

4.3.3.1. *Les PME et ETI éligibles*

- (93) L'aide est strictement limitée aux emprunteurs ou émetteurs ayant une certaine notation de crédit et disposant d'un plan d'affaires crédible sujet à l'analyse des établissements prêteurs et des sociétés de gestion. Par ailleurs, les contrats de prêts participatifs et d'obligations subordonnées permettront d'assurer l'utilisation des fonds aux fins prévues dans les plans d'affaires.
- (94) La mesure est limitée à un ensemble d'entreprises défini sur la base d'une notation de crédit ainsi que de la présentation et de la validation de plans d'affaires. De cette manière, la mesure ne vise pas à soutenir des entreprises qui auraient été en difficulté et dont la disparition eût offert des perspectives de croissance à leurs concurrents. Toutefois, compte tenu de l'ampleur du dispositif, du nombre de PME et d'ETI ciblées et du plafonnement budgétaire à 20 milliards d'euros, les montants unitaires de prêts ou d'obligations par emprunteur ou émetteur obligataire resteront relativement limités dans les faits (considérants (24) et (35)).

4.3.3.2. *La garantie et les instruments sous-jacents*

- (95) Comme indiqué au considérant (59), l'encadrement temporaire, bien que n'étant pas directement applicable, constitue une référence utile pour identifier les principes pertinents pour évaluer la proportionnalité de la mesure, tout en tenant compte des particularités de celle-ci.
- (96) L'aide, au moyen d'une garantie en premières pertes limitée à 30% du montant du principal des fonds d'investissement, est estimée comme étant strictement nécessaire pour assurer un profil de risque *investment grade* sur la base de probabilités de défaut en scénarios central et stressé à horizon de huit ans sur un

portefeuille de prêts participatifs et d'obligations subordonnées. Dans le cadre de leur activité de gestion, les sociétés de gestion devront s'assurer du respect de cette condition en acquérant des prêts participatifs et des obligations subordonnées d'une qualité suffisante pour conserver un profil de risque du fonds cohérent avec l'exigence de rentabilité fixée par les investisseurs sur la base d'une garantie en premières pertes limitée à 30% maximum. Par ailleurs, la Commission note que la couverture maximale de la garantie est inférieure au plafond de 35% fixé au point 25(f)(ii) de l'encadrement temporaire qui est utilisé dans le cadre des analyses de proportionnalité, qui peut être également utilisé dans le cas présent pour apprécier la compatibilité de la mesure.

- (97) L'aide est également calibrée de manière à en limiter la durée. La garantie de l'État est octroyée une fois les fonds d'investissement fermés et restera valable jusqu'à leur liquidation au terme de la durée de vie des prêts participatifs et des obligations subordonnées dont la maturité de huit ans, soit au plus tard le 30 juin 2030, est considérée comme strictement limitée pour atteindre les objectifs de la mesure.
- (98) L'aide prévoit que la garantie octroyée par l'État soit rémunérée annuellement selon la nature de l'entreprise emprunteuse à hauteur de 0,9 % du capital restant dû pour les PME et 1,8 % du capital restant dû pour les ETI. La Commission note que ces niveaux de rémunération pour chaque type d'emprunteur constituent de facto une contrepartie qui sera versée aux fonds avec les intérêts contractuellement fixés. Rapportées à la quotité garantie de chaque instrument, ces rémunérations sont équivalentes à 2.3% et 4.5% du montant garanti de l'instrument pour les PME et les ETI, respectivement²⁷. Ils sont ainsi pleinement cohérents avec les dispositions de l'encadrement temporaire prévues notamment au point 25(b) qui permet de moduler le niveau des primes de garantie en fonction de la maturité des instruments sous-jacents et du niveau de couverture de la garantie, du point 25(f) qui établit l'équivalence des primes pour des garanties en premières pertes, et au point 25bis qui vise spécifiquement l'octroi de garanties sur des sous-jacents subordonnés. En effet, les primes de garantie reflètent :
- (a) l'accroissement du niveau des primes de garantie lié à la maturité de la garantie, et leur ajustement pour tenir compte de l'application d'une prime forfaitaire sur toute la durée de la garantie, conformément à l'approche prévue par le point 25(b) mentionné précédemment ;
 - (b) la différence de risque lié à la nature subordonnée des prêts participatifs et des obligations subordonnées sur lesquels porte le risque couvert par la garantie de l'État, conformément à l'approche prévue par le point 25bis mentionné précédemment ;
 - (c) la condition d'équivalence de la rémunération associée à une garantie proportionnelle d'un niveau de 90% du principal à une garantie en premières pertes d'un niveau de 35% du principal, conformément à

²⁷ Les primes de garantie prévues dans l'encadrement temporaire s'appliquent au montant effectivement couvert par la garantie, en prenant en compte l'amortissement de l'instrument sous-jacent. La correspondance entre le taux de prime sur le montant garanti et le taux de prime sur le capital restant dû est calculée sur la base du taux de couverture de 30% en premières pertes sur des instruments subordonnés applicable dans le présent dispositif.

l'approche prévue par les points 25(f)(i) et (ii) mentionnés précédemment. Dans le cadre d'un sous-jacent subordonné, cette équivalence a été définie sur la base d'une perte en cas de défaut de 75%²⁸; et

- (d) la modulation liée à la couverture effective de la garantie, limitée à 30% du principal des instruments inclus dans les fonds, conformément à l'approche prévue par le point 25(b) mentionné précédemment.
 - (e) la Commission observe également que le montant maximal des instruments sous-jacents couverts par la garantie est limité par des indicateurs financiers propres à l'entreprise, sur la base du niveau de chiffres d'affaires. Ces plafonds diffèrent en fonction de la nature des emprunteurs, à savoir, 8,4% du chiffre d'affaires total en 2019 pour les ETI, et 12,5% du chiffre d'affaires total en 2019 pour les PME, ou respectivement deux-tiers et une fois la masse salariale de l'entreprise en 2019 si elle est récente ou innovante pour les ETI et les PME. La Commission note également que ces niveaux sont cohérents avec les niveaux maximaux prévus par exemple au point 25bis de l'encadrement temporaire relatif à l'octroi de financements subordonnés.
- (99) Enfin, la mesure introduit des limitations relatives au cumul des aides dont elle autorise l'octroi avec d'autres aides octroyées en application de l'encadrement temporaire, et notamment de ses sections 3.2 et 3.3.
- (100) À ce titre, l'aide fournie dans le cadre de la mesure peut être cumulée avec d'autres mesures prises en application de la section 3.3 de l'encadrement temporaire à la condition que le montant total de prêts ou d'obligations subordonnés pour une même entreprise n'excède pas les seuils fixés au point 27bis de l'encadrement temporaire lu en combinaison avec son point 25 bis. Cette disposition permet ainsi de s'assurer que le montant de financements subordonnés reçu par une même entreprise restera de manière systématique sous les seuils prévus par l'encadrement temporaire, et considérés comme une limite proportionnée au-delà de laquelle des exigences renforcées sont nécessaires pour tenir compte des risques plus élevés de distorsions de concurrence.
- (101) Également, l'aide fournie dans le cadre de la mesure peut être cumulée avec des mesures autres que des garanties sur instruments de dettes subordonnées, prises en application de la section 3.2 de l'encadrement temporaire à la condition que le montant total des prêts pour une même entreprise n'excède pas les seuils fixés au point 25(d) ii) de l'encadrement temporaire.
- (102) Toutefois, dans le cas où ces seuils seraient dépassés, les autorités françaises se sont engagées à respecter plusieurs conditions supplémentaires visant à assurer la

²⁸ Ce niveau de perte en cas de défaut est cohérent avec les dispositions réglementaires issues du cadre prudentiel applicable aux établissements de crédit à savoir, l'article 161 du Règlement (UE) n°575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, JO L 176, 27.6.2013, p. 1–337, tel qu'amendé. Sur la base d'une perte en cas de défaut de 75%, une couverture de 90% pour une garantie proportionnelle est équivalente à une couverture d'environ 68% pour une garantie en premières pertes.

proportionnalité de la mesure tout en en préservant l'efficacité et sa capacité à répondre à l'objectif poursuivi.

- (103) La Commission note que, dans ce cas précis, le montant maximum des instruments financiers octroyés dans le cadre de la mesure est réduit à une limite de 10% pour les PME et 5% pour les ETI du chiffre d'affaires 2019 ou, le cas échéant, des plafonds de masse salariale correspondants, et que l'octroi de prêts participatifs et l'acquisition d'obligations subordonnées sera sujette au respect de ratios d'endettement visant à s'assurer que les montants restent proportionnés aux besoins et aux caractéristiques propres à l'entreprise, notamment à sa capacité à honorer ses charges financières.
- (104) La Commission note également que ces PME et ETI qui dépasseront les seuils fixés au point 25(d)(ii) de l'encadrement temporaire n'auront plus accès à d'autres formes d'aides à la recapitalisation en application de l'encadrement temporaire. Cette condition est nécessaire afin de prémunir un cumul excessif en ce qu'elle permet d'éviter un accroissement des fonds propres permettant d'améliorer au-delà du nécessaire les ratios prévus au considérant précédent.
- (105) La Commission note enfin que ces PME et ETI devront démontrer et justifier l'existence d'un impact négatif de la crise du COVID-19 sur leur activité économique (considérant (31) (31)(c)). Cette démonstration est étayée au moyen d'indicateurs financiers pertinents et liés à l'impact du COVID-19, chiffrés de façon pertinente pour que le cumul, somme toute limité, soit justifié par un impact particulier sur l'activité de l'entreprise. Cette condition est nécessaire afin de s'assurer que l'aide octroyée, au-delà des seuils de cumul prévus par l'encadrement temporaire, ne concerne que des entreprises qui ont effectivement souffert de la crise indépendamment des autres conditions d'éligibilité prévues par la mesure, notamment en ce qui concerne la notation de crédit minimale.

4.3.3.3. *Les intermédiaires financiers*

- (106) La mesure introduit des assurances permettant de s'assurer que l'aide est effectivement transmise aux PME et ETI éligibles, en limitant les aides indirectes possibles en faveur des établissements de crédit et d'autres intermédiaires financiers, afin de limiter les distorsions de concurrence indues.
- (107) Premièrement, la mesure est conçue de manière à maintenir 10% des encours de prêts participatifs au bilan des établissements prêteurs, conservant de fait une exposition. En partageant les pertes potentielles sur chaque prêt participatif, il est exclu que les établissements de crédit procèdent à une sélection adverse et ne transfèrent que les moins bons risques aux fonds d'investissement. Par ailleurs, ces diligences seront également encadrées par les sociétés de gestion qui sont sujettes à des règlements d'investissement agréés par les investisseurs. En ce qui concerne les obligations subordonnées, la rétention de 10% sera appliquée par les sociétés de gestion, à leur propre compte, afin d'assurer un alignement des intérêts dans le cadre de la sélection des obligations qui sera entièrement réalisée par les sociétés de gestion, indépendantes des émetteurs.
- (108) Ce modèle garantit ainsi le respect de la fonction essentielle de l'évaluation du risque de crédit. Les établissements bancaires et les sociétés de gestion continuent d'être incités à fournir une évaluation individualisée du risque de crédit des entreprises. Le modèle retenu est fondé dans la mesure où la méthode limite

effectivement l'intervention de l'État tout en continuant à fournir le résultat envisagé qui ne serait pas réalisable en tant que résultat des seules forces du marché.

- (109) Deuxièmement, la mesure introduit des dispositions spécifiques visant à prévenir les risques d'utilisation inadéquate des financements reçus y compris pour s'assurer que les instruments ne puissent servir à refinancer une exposition de crédit existante. La structure de la mesure aura également un effet sur la décision d'octroi d'un prêt participatif par un établissement de crédit dans la mesure où le choix de l'instrument, coûteux dans la réglementation prudentielle, permet de s'assurer qu'un établissement prêteur aura raisonnablement reçu des assurances quant à la décision d'acquisition par un fonds d'investissement, sur la base des règlements d'investissements existants visant à respecter les critères sans lesquels la garantie de l'État ne peut être octroyée.
- (110) La Commission note également que la mobilisation de la garantie est définie contractuellement sur la base de conditions spécifiques agréées entre les parties lors de l'octroi de la garantie (considérant (27)(f)).
- (111) L'octroi de financements subordonnés permet également de sécuriser l'octroi futur de financements senior, du fait d'une moindre exposition dans la hiérarchie des créances. L'effet multiplicateur associé à la subordination est de nature à faciliter l'acquisition de financements privés ultérieurs et limite ainsi l'exposition de l'État pour atteindre l'objectif de la mesure, en contrepartie d'un risque accru mais en partie retenu par les établissements de crédit et partiellement couvert par une garantie.
- (112) La Commission observe également que la mesure a pour effet, vis-à-vis des investisseurs, de ramener le couple risque-rendement de leur investissement à un niveau correspondant à un profil de risque de portefeuille *investment grade*, sans aller au-delà pour une qualification encore plus sélective. L'objectif contribue à la proportionnalité du dispositif car il est raisonnable de considérer qu'avec un niveau de couverture moindre, une part significative des investissements, dont ceux qui sont sujets à des contraintes réglementaires, seraient reportés sur des titres ou véhicules alternatifs présents sur le marché (considérant (29)).
- (113) En outre, les établissements de crédit, les sociétés de gestion et les investisseurs continuent de participer à une part importante des pertes au titre de la mesure, qu'il s'agisse de l'obligation de rétention de 10% imposée sur chaque instrument financier ou du degré partiel de la couverture fournie par la garantie de l'État. La structure de la mesure est ainsi conforme à l'intention visée par la section 3.2 de l'encadrement temporaire relative à l'octroi de prêts garantis.
- (114) Enfin, au niveau de l'ensemble du portefeuille des fonds, la rémunération de la garantie d'État au moyen des intérêts versés pour les prêts et pour les obligations est calibrée de façon à dégager un solde budgétaire positif pour l'État français par rapport aux mises en jeu de la garantie en scénario macroéconomique central, voire dans des scénarios dégradés comportant deux ans de crise supplémentaire (considérant (30)). Un tel résultat positif pour les finances publiques que la Commission estime être fortement sollicitées par la perturbation économique (considérant (65)) ne pourrait être atteint en ouvrant le dispositif à toutes les entreprises, éventuellement concurrentes des bénéficiaires, et qui sont à même de bénéficier du cadre temporaire (considérant (21)). En outre, même si les

entreprises éligibles bénéficient d'un dispositif qui mobilise des ressources qui ne leur seraient pas accessibles dans un laps de temps aussi court, pour certaines catégories de notation d'entreprises éligibles, le surcroît d'intérêts versés pour rémunérer la garantie d'État tend à se rapprocher des valeurs refuge que la Commission estime ne pas comporter d'élément d'aide (considérant (49)).

- (115) Ainsi, au niveau des entreprises éligibles, les montants unitaires des instruments garantis dans les faits limités, et la fixation de la rémunération de la garantie d'État permettant de dégager un solde budgétaire positif escompté pour la mise en œuvre de la mesure dans un scénario de sortie de crise dans l'année en cours, voire au-delà (considérant (30)). Ces éléments sont de nature à réduire considérablement les ressources mobilisées, tout en contribuant à atteindre les objectifs poursuivis.
- (116) Sur la base des considérations qui précèdent, la Commission considère que la mesure notifiée par l'État français est proportionnée, en ce qu'elle permet d'assurer que l'aide d'État soit limitée au minimum nécessaire pour atteindre les objectifs de remédier à une perturbation grave de l'économie de la France visés par la mesure.

4.3.4. Conclusion relative à la compatibilité

- (117) Sur la base des considérations qui précèdent, la Commission conclut que la mesure est proportionnée, adéquate et nécessaire pour encourager l'octroi aux PME et les ETI concernées des financements longs nécessaires pour financer les plans d'affaires face à la persistance des incertitudes économiques et financières liées à la perturbation économique provoquée par la flambée du COVID-19. La mesure est donc proportionnée, adéquate et nécessaire pour remédier à la perturbation grave de l'économie française et compatible avec le marché intérieur en vertu de l'article 107, paragraphe 3, point b), du TFUE.

5. CONFORMITÉ AUX DISPOSITIONS INTRINSÈQUEMENT LIÉES DE LA DIRECTIVE 2014/59/UE ET DU RÈGLEMENT (UE) NO 806/2014

- (118) Sans préjudice de l'éventuelle application de la directive 2014/59/UE établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement²⁹ (ci-après la « directive BRRD ») et du règlement (UE) no 806/2014 sur le mécanisme de résolution unique³⁰ (ci-après le « règlement MRU »), dans le cas où un établissement bénéficiant des mesures faisant l'objet de la présente décision remplit la condition d'application de ladite directive ou dudit règlement, la Commission note que les mesures notifiées ne semblent pas enfreindre les dispositions intrinsèquement liées de la directive BRRD et du règlement MRU.
- (119) En particulier, les aides accordées par les États membres aux entreprises non financières, comme bénéficiaires finaux, conformément à l'article 107, paragraphe 3, point b), du TFUE au titre de l'encadrement temporaire, qui transitent par des établissements de crédit ou d'autres établissements financiers en

²⁹ JO L 173 du 12.6.2014, p. 190-348.

³⁰ JO L 225 du 30.7.2014, p. 1-90.

tant qu'intermédiaires financiers, peuvent également constituer un avantage indirect pour ces établissements. Néanmoins, une telle aide indirecte n'a pas pour objectif de préserver ou de rétablir la viabilité, la liquidité ou la solvabilité de ces établissements. L'objectif de l'aide est de remédier à des problèmes de liquidité affectant des entreprises non-financières et d'assurer que les conséquences de l'épidémie de COVID-19 ne menace pas la viabilité de ces entreprises, en particulier les PME. En conséquence, une telle aide n'est pas qualifiée de soutien financier public exceptionnel au sens de l'article 2(1)(28) de la directive BRRD et de l'article 3(1)(29) du règlement MRU³¹.

- (120) De plus, comme indiqué aux considérants (106) à (109) ci-dessus, les mesures notifiées introduisent des assurances concernant l'éventuelle aide indirecte en faveur des établissements de crédit ou d'autres établissements financiers afin de limiter les distorsions de concurrence indues. Ces assurances garantissent que ces établissements transmettent, dans toute la mesure du possible, les avantages des mesures notifiées aux entreprises.
- (121) La Commission conclut donc que les mesures notifiées n'enfreignent pas les dispositions intrinsèquement liées de la directive BRRD et du règlement MRU.

6. CONCLUSION

La Commission a donc décidé de ne pas soulever d'objections à l'égard de l'aide au motif qu'elle est compatible avec le marché intérieur conformément à l'article 107, paragraphe 3, point b), du TFUE.

Veillez croire, Monsieur le Ministre, à l'assurance de ma haute considération.

Pour la Commission

Margrethe VESTAGER
Vice-présidente exécutive



³¹ Points 6 et 29 de l'encadrement temporaire.