

Cour des comptes



ENTITÉS ET POLITIQUES PUBLIQUES

LA GESTION DES  
PARTICIPATIONS  
FINANCIÈRES DE  
L'ÉTAT DURANT  
LA CRISE  
SANITAIRE

Rapport public thématique

Février 2022



# Sommaire

<b>Procédures et méthodes</b> .....	<b>5</b>
<b>Synthèse</b> .....	<b>9</b>
<b>Récapitulatif des recommandations</b> .....	<b>13</b>
<b>Introduction</b> .....	<b>15</b>
<b>Chapitre I Une mobilisation de l'actionnaire public efficace à court terme</b> .....	<b>21</b>
I - La mise en place rapide de dispositifs puissants .....	21
A - L'adaptation du régime européen des aides d'État .....	21
B - En France, des dispositifs exceptionnels mis en place au bénéfice des entreprises à participation publique .....	23
II - Des opérations de soutien menées avec diligence par l'APE.....	30
A - Air France-KLM : une intervention en urgence coûteuse pour l'État .....	31
B - Renault : un soutien indispensable malgré un faible endettement.....	33
C - EDF : un financement justifié mais rendu inutilement complexe par l'existence du FII.....	35
D - SNCF : une opération qui suscite des interrogations .....	37
III - Un rôle positif joué par la CDC mais d'ampleur limitée .....	40
A - Le soutien des filiales et des partenaires : des dispositifs utilisés au cas par cas durant la crise.....	40
B - La participation au plan de relance de l'économie : un impact limité sur l'exercice 2020.....	42
C - Un rôle spécifique dévolu au Fonds d'épargne .....	45
IV - Une forte mobilisation de Bpifrance sur l'ensemble de ses métiers .....	47
A - Des actifs sous gestion en croissance en 2020 .....	47
B - Un portefeuille qui n'a nécessité qu'un nombre limité d'interventions en capital.....	48
C - Un volume de crédits très élevé .....	50
<b>Chapitre II Des conséquences financières significatives en 2020</b> .....	<b>55</b>
I - Un impact financier sur les entreprises, variable selon les secteurs concernés .....	55
A - Les participations gérées par l'APE : le prix d'une exposition forte aux secteurs du transport et de l'énergie.....	56
B - La CDC et ses participations : une résilience liée aux métiers exercés .....	58
C - Bpifrance et ses participations : un impact financier notable.....	64

II - Un impact budgétaire pour l'État compris entre 15,5 et 20 Md€ en 2020.....	68
A - Des pertes de recettes de dividendes estimés à 2,4 Md€.....	68
B - Des pertes de recettes de cessions d'actifs évaluées à 9 Md€.....	71
C - Des dépenses budgétaires en faveur des participations publiques en forte augmentation.....	72
III - Un impact patrimonial significatif pour l'État dont la mesure ne peut être qu'approchée.....	74
A - La méthode utilisée par la Cour : la quote-part de l'État dans les fonds propres.....	75
B - Une baisse d'environ 11 Md€ de la valeur d'équivalence des participations de l'État, de la CDC et de Bpifrance en 2020.....	77
C - Les indications complémentaires données par les valeurs boursières de certaines participations cotées.....	78
<b>Chapitre III Des interrogations sur les perspectives et les risques à moyen terme.....</b>	<b>81</b>
I - Des effets décalés de la crise à anticiper.....	81
A - Pour la Caisse des dépôts, des perspectives révisées qui restent prudentes.....	82
B - Pour Bpifrance, des résultats semestriels rassurants, des risques à moyen terme à surveiller.....	87
C - Pour les participations gérées par l'APE, des besoins complémentaires en fonds propres liés à la crise.....	90
II - Une doctrine d'investissement des actionnaires publics à redéfinir.....	93
A - Des besoins nouveaux à anticiper au-delà de la crise sanitaire.....	93
B - Un cadre à rénover pour mieux articuler les interventions des actionnaires publics.....	96
<b>Liste des abréviations.....</b>	<b>103</b>
<b>Réponses des administrations et organismes concernés.....</b>	<b>105</b>

## Procédures et méthodes

En application de l'article L. 143-6 du code des juridictions financières, la Cour des comptes publie chaque année un rapport public annuel et des rapports publics thématiques.

Ces travaux et leurs suites sont réalisés par l'une des sept chambres que comprend la Cour ou par une formation associant plusieurs chambres et/ou plusieurs chambres régionales ou territoriales des comptes.

Trois principes fondamentaux gouvernent l'organisation et l'activité de la Cour ainsi que des chambres régionales et territoriales des comptes, donc aussi bien l'exécution de leurs contrôles et enquêtes que l'élaboration des rapports publics : l'indépendance, la contradiction et la collégialité.

L'indépendance institutionnelle des juridictions financières et l'indépendance statutaire de leurs membres garantissent que les contrôles effectués et les conclusions tirées le sont en toute liberté d'appréciation.

La contradiction implique que toutes les constatations et appréciations faites lors d'un contrôle ou d'une enquête, de même que toutes les observations et recommandations formulées ensuite, sont systématiquement soumises aux responsables des administrations ou organismes concernés ; elles ne peuvent être rendues définitives qu'après prise en compte des réponses reçues et, s'il y a lieu, après audition des responsables concernés.

Sauf pour les rapports réalisés à la demande du Parlement ou du Gouvernement, la publication d'un rapport est nécessairement précédée par la communication du projet de texte, que la Cour se propose de publier, aux ministres et aux responsables des organismes concernés, ainsi qu'aux autres personnes morales ou physiques directement intéressées. Dans le rapport publié, leurs réponses sont présentées en annexe du texte de la Cour.

La collégialité intervient pour conclure les principales étapes des procédures de contrôle et de publication. Tout contrôle ou enquête est confié à un ou plusieurs rapporteurs. Le rapport d'instruction, comme les projets ultérieurs d'observations et de recommandations, provisoires et définitives, sont examinés et délibérés de façon collégiale, par une formation comprenant au moins trois magistrats. L'un des magistrats assure le rôle de contre-rapporteur et veille à la qualité des contrôles

\*\*

L'enquête dont il est rendu compte a été conduite par la première chambre de la Cour des comptes.

Elle a porté sur les participations du secteur concurrentiel gérées par trois grands gestionnaires de participations publiques : l'Agence des participations de l'État (APE), la Caisse des dépôts et consignation (CDC)

hors Bpifrance, et Bpifrance. Ont été exclues de son champ les participations relevant d'établissements publics administratifs de divers secteurs (universités, recherche, environnement, santé, etc.) et des sociétés ou établissements du secteur non concurrentiel comme la Banque de France.

Outre des questionnaires et des entretiens avec les gestionnaires, l'enquête s'est appuyée sur une analyse des comptes et de la communication financière des principales entreprises concernées.

Un échantillon de 29 entreprises a été sélectionné pour des analyses plus approfondies. Les entreprises ont été choisies pour couvrir une variété de gestionnaires et de secteurs d'activité.

**Tableau n° 1 : entreprises plus particulièrement étudiées lors de l'enquête**

<i>Secteur d'activité</i>	<b>Entreprises</b>	<b>Actionnaire</b>
<i>Défense - aéronautique</i>	Safran	État (APE)
	TSA (Thales)	Epic Bpifrance
	Airbus ( <i>via</i> Sogepa)	État (APE)
<i>Énergie - matières premières</i>	Areva	État (APE)
	Orano	État (APE)
	Technip	Bpifrance
	Électricité de France – EDF	État (APE)
	Vallourec	Bpifrance
	Engie (ex GDF-Suez)	État (APE)
	Eramet ( <i>via</i> FSI Équation)	État (APE)
<i>Industrie</i>	PSA	Bpifrance
	Renault SA	État (APE)
<i>Services - finances</i>	CNP Assurances	CDC
	Egis	CDC
	Eutelsat	Bpifrance
	Icade	CDC
	Orange	État (APE)
	SCET	CDC
	SFIL	CDC
	ST Microelectronics	Bpifrance
	Compagnie des Alpes	CDC
	La Poste SA	CDC
	CDC Habitat	CDC
<i>Transport</i>	Grand port maritime de Marseille (ex port autonome)	État (APE)
	Régie autonome des transports parisiens - RATP	État (APE)
	Transdev Group	CDC
	Aéroports de Paris SA – ADP	État (APE)
	Air France-KLM	État (APE)
	SNCF - Epic de tête et filiales	État (APE)

Source : Cour des comptes

Le projet de rapport a été délibéré, le 18 novembre 2021, par la première chambre, présidée par M. Charpy, et composée de Mme Bouygard, MM. Laboureix, Marquet, Tersen, Mme Mercereau, et M. Turenne, conseillers maîtres, ainsi que, en tant que rapporteurs, MM. Soubeyran et Courson, conseillers maîtres, Mme Loisey et M. Scallie, experts, et en tant que contre-rapporteur, M. Kruger, conseiller maître.

Il a été examiné et approuvé le 14 décembre 2021 par le comité du rapport public et des programmes de la Cour des comptes, composé de M. Moscovici, Premier président, Mme Camby, rapporteure générale du comité, MM. Morin et Andréani, Mme Podeur, MM. Charpy et Gautier, Mme Démier, M. Bertucci, présidents de chambre, MM. Martin, Meddah, Lejeune et Advielle, Mmes Bergogne et Renet, présidents de chambre régionale des comptes, ainsi que de Mme Hirsch, Procureure générale, entendue en ses avis.

Les rapports publics de la Cour des comptes sont accessibles en ligne sur le site internet de la Cour et des chambres régionales et territoriales des comptes : [www.ccomptes.fr](http://www.ccomptes.fr).

Ils sont diffusés par La Documentation française.



## Synthèse

Fin 2020, trois entités géraient la quasi-totalité des participations directes et indirectes de l'État dans le secteur concurrentiel, soit un ensemble valorisé à 145 Md€ environ dans les comptes de l'État :

- L'Agence des participations de l'État (APE), dont le portefeuille était valorisé dans les comptes de l'État à 89 Md€ environ (hors CDC et hors Epic Bpifrance) ;
- La Caisse des dépôts et consignations (CDC), considérée comme un établissement non contrôlé, valorisée dans les comptes de l'État à 31,6 Md€, y compris le Fonds d'épargne ;
- Bpifrance, filiale conjointe de l'établissement public Bpifrance et de la CDC, qui ne fait pas l'objet d'une valorisation directe dans les comptes de l'État mais dont la valeur peut être approchée au travers de la valorisation retenue lors de la réorganisation financière du groupe en 2020, soit 24,2 Md€<sup>1</sup>.

Le présent rapport examine comment ces entités, dans leur fonction d'actionnaire, ont subi la crise sanitaire apparue en 2020 et qui s'est poursuivie en 2021 et les mesures qu'elles ont prises pour soutenir les entreprises à participation publique. Il examine également le coût financier de la crise, d'une part pour les entreprises concernées, d'autre part pour l'État, d'un point de vue aussi bien budgétaire que patrimonial, en se limitant à l'année 2020. Au-delà des effets mesurés pour 2020, l'enquête de la Cour a permis de constater que certains risques pourraient ne se matérialiser qu'au cours des années suivantes. Ces coûts probables, auxquels pourraient s'ajouter des besoins nouveaux qui pourraient justifier une intervention publique (transition énergétique, politiques de filières, notamment), posent la question de l'avenir de la politique actionnariale de l'État.

---

<sup>1</sup> Au 30 juin 2020.

### **Des actionnaires publics très vite mobilisés, avec de puissants moyens d'action, et qui ont joué un rôle clé dans quelques opérations d'envergure**

En complément des mesures plus générales de soutien de l'économie, l'État a très rapidement mis en place des moyens exceptionnels pour venir en aide aux entreprises à participation publique en difficulté, démarche facilitée par un assouplissement transitoire du régime européen des aides d'État. Des moyens budgétaires d'une ampleur inédite ont été dégagés, même s'ils ont été en réalité assez peu utilisés en 2020.

L'APE a joué en 2020 un rôle clé dans la mise en œuvre d'opérations de financement d'urgence ou de recapitalisation de plusieurs grandes entreprises publiques, dont Air France-KLM, Renault, EDF et la SNCF, même si, dans certains cas, il apparaît difficile de distinguer la part de ces opérations qui répondaient à des besoins conjoncturels directement liés à la crise sanitaire de celle qui couvrait des difficultés plus structurelles, touchant notamment à la rentabilité insuffisante de ces entreprises.

La Caisse des dépôts a également été proactive, mais n'a pas eu à mettre en œuvre en 2020 des opérations de sauvetage d'une même ampleur. Elle a déployé un plan complémentaire de celui de l'État pour soutenir l'économie dans ses secteurs d'expertise, mais son rôle contracyclique est resté d'ampleur modeste. Le Fonds d'épargne a été également mis à contribution, y compris pour financer la trésorerie de Bpifrance.

Bpifrance s'est très vite mobilisée sur l'ensemble de ses métiers, mais son portefeuille n'a nécessité qu'un nombre limité d'interventions en capital. Elle a joué également un rôle de prestataire de services pour le compte de l'État, par exemple pour la gestion de la garantie des prêts garantis par l'État (PGE), ou pour la mise en œuvre de fonds d'investissements sectoriels financés dans le cadre du plan de relance.

### **Des entreprises frappées par la crise sanitaire, mais dans des proportions variables selon leur spécialisation sectorielle**

L'examen des comptes de résultat des entreprises du périmètre étudié montre que celles dont les titres sont gérés directement par l'APE ont été parmi les plus durement affectées. À l'exception de certaines entreprises bénéficiant de commandes militaires, l'ensemble des sociétés des secteurs du transport, de l'énergie et de l'aéronautique ont enregistré de fortes baisses de leur résultat opérationnel<sup>2</sup> et un résultat net négatif. Air France-KLM et Renault, qui comptent parmi les fleurons du portefeuille de l'APE, ont particulièrement souffert, de même que, dans une moindre

---

<sup>2</sup> Le résultat opérationnel est généralement entendu comme le résultat d'une entreprise hors résultat financier, exceptionnel et impôt sur le résultat.

mesure, EDF et la SNCF. Après neutralisation de différentes opérations, comme la reprise de 25 Md€ de dettes de la SNCF par l'État, on peut estimer que la crise sanitaire a provoqué une baisse de 8,6 Md€ des fonds propres combinés du pôle géré par l'APE.

La CDC et ses filiales ont vu leur activité affectée, notamment dans des périmètres très exposés à la crise, comme la Compagnie des Alpes, active dans les loisirs et, dans une certaine mesure, les activités de services postaux du groupe La Poste, qui est devenue en 2020 partie intégrante du groupe CDC. Le résultat net du groupe CDC a baissé et n'est resté positif que grâce aux effets de la première intégration du groupe La Poste. Ses fonds propres ont baissé de 3 Md€.

Bpifrance occupe une position intermédiaire : si son pôle financement a bien résisté en termes d'activité, son résultat net a chuté. Son activité d'investissement a été affectée, du fait d'une exposition sectorielle à la crise non négligeable. Au total, le groupe, dont l'architecture financière a été complètement restructurée début 2020, a affiché un résultat net légèrement négatif. Si les fonds propres de Bpifrance se sont réduits de 0,5 Md€ l'impact réel de la crise est estimé à 1,3 Md€.

### **Des coûts élevés pour l'État actionnaire en 2020, un impact patrimonial difficile à estimer**

La Cour estime que le coût budgétaire pour l'État lié à sa fonction d'actionnaire se situe dans une fourchette comprise entre 15,5 et 20 Md€ en 2020<sup>3</sup>.

L'estimation de la perte en valeur du patrimoine de l'État est plus délicate, dans la mesure où il n'existe pas de comptes consolidés de l'État. La Cour a procédé à une évaluation de la perte de fonds propres pour chaque pôle actionnarial. Cependant, les normes applicables étant parfois différentes selon les pôles, il n'est pas possible d'additionner simplement ces chiffres.

En utilisant une méthode commune pour valoriser l'ensemble des participations du périmètre étudié, ce qui suppose divers retraitements, la Cour arrive à une estimation de pertes, mesurée par la quote-part de capitaux propres revenant directement ou indirectement à l'État, de l'ordre de 11 Md€ en 2020.

Des variations supplémentaires, à la hausse ou à la baisse, pourront modifier ces estimations au-delà du 31 décembre 2020. Surtout, il s'agit de valorisations comptables, qui peuvent être éloignées des valeurs de marché des participations.

---

<sup>3</sup> En considérant les pertes de dividende liées à la crise, les différés de recettes de cession d'actif, et les augmentations de dépenses du budget général pour financer des mesures ciblées sur les entreprises à participation publique.

### **Des conséquences financières à anticiper au-delà de 2020**

Le plan à moyen terme de la Caisse des dépôts a été mis à jour pour tenir compte du nouveau contexte lié à la crise sanitaire. Si des risques liés à la crise perdurent (par exemple sur la situation de la Compagnie des Alpes), les grands équilibres n'apparaissent pas compromis. La situation de Bpifrance n'apparaît pas non plus critique et ses résultats du premier semestre étaient rassurants, même si certains risques à moyen terme sont à surveiller.

S'agissant des participations gérées par l'APE, des estimations ont été faites en 2020 sur les besoins en fonds propres supplémentaires nécessaires pour rétablir leur situation à son niveau d'avant crise. Même si les hypothèses sous-jacentes peuvent être questionnées, on ne peut exclure la nécessité, pour certaines des entreprises concernées, de financements complémentaires sur les années postérieures à 2020.

### **Une actualisation nécessaire de la doctrine actionnariale de l'État, de la CDC et de Bpifrance**

L'État actionnaire est confronté à un contexte évolutif résultant de la crise sanitaire mais aussi de besoins nouveaux liés notamment à l'impact de la transition énergétique qui concerne directement de nombreuses entreprises de son portefeuille. Il en résulte des besoins de financement potentiellement importants en fonction des orientations retenues, sachant que ses perspectives de recettes traditionnelles (dividendes et cessions) sont également affectées par la crise.

Ce contexte nouveau rend en partie obsolète la doctrine des actionnaires publics, en particulier celle de l'APE qui reposait sur la cession de participations pour contribuer au désendettement de l'État et financer les besoins de croissance d'autres entreprises du portefeuille.

Aussi les doctrines d'investissement de l'APE, de la CDC et de Bpifrance devraient-elles être reformulées, en veillant à une meilleure articulation de leur stratégie actionnariale. En particulier, les rôles respectifs de ces trois entités dans le financement et la gestion des petites participations et des fonds d'investissements conjoints avec des partenaires privés ou publics, qui ont été largement utilisés à l'occasion du plan de relance, devraient être clarifiés. Cette clarification devrait permettre de limiter strictement les interventions simultanées en fonds propres des actionnaires publics et de privilégier, en cas d'investissements conjoints avec des investisseurs privés, des interventions en fonds propres de la CDC et de Bpifrance.

# Récapitulatif des recommandations

## 1 - Recommandations relatives à la gestion des participations publiques

1. Réunifier la gestion des titres EDF par une reprise par l'APE des titres apportés en dotation à l'Epic Bpifrance. (*APE*)
2. Supprimer à brève échéance le programme budgétaire 358 – *Renforcement exceptionnel des participations financières de l'État* de la mission *Plan d'urgence face à la crise sanitaire*. (*direction du budget*)

## 2 - Recommandations relatives à l'information sur les participations publiques

3. Définir sans retard les modalités d'une consolidation des participations financières directes et indirectes de l'État. (*DGFiP*)
4. Veiller à la clarté et à la cohérence des périmètres dans les communications financières relatives aux comptes du groupe Bpifrance et de ses filiales et à délivrer une information plus détaillée sur les changements notables de méthode ou d'estimation intervenues au cours de l'exercice. (*Bpifrance*)
5. À compter des comptes 2022, rendre publique l'exposition sectorielle de Bpifrance par la présentation de l'ensemble des actifs par taille et secteur d'activité, en distinguant les investissements directs et indirects dans les entreprises. (*Bpifrance*)

## 3 - Recommandation relative à la doctrine de l'État actionnaire

6. Mettre à jour la doctrine d'intervention en capital dans les entreprises à participation publique pour tenir compte du contexte nouveau postérieur à la crise sanitaire :
  - en précisant les motifs de l'intervention publique ;
  - en définissant les ressources financières mobilisables ;
  - et en veillant à bien articuler les stratégies actionnariales des différents pôles de l'actionnariat public (*APE, CDC, Bpifrance*)



## Introduction

La crise sanitaire a eu un impact économique majeur sur l'économie française en 2020. Le PIB a diminué de 8,0 %, reflétant un choc de grande ampleur, avec des spécificités sectorielles marquées. Selon les analyses de l'Insee, certaines branches ont été plus particulièrement affectées, parmi lesquelles l'équipement électronique, l'informatique, les matériels de transport, la construction, les transports ou l'hébergement-restauration. Les branches les plus touchées représentent un cinquième de la valeur ajoutée totale produite en France. La chute de la valeur ajoutée des sociétés non financières a atteint une ampleur inédite en 2020 : - 8,3 % (en valeur), en recul de 105,7 Md€ par rapport à 2019.

La crise n'a pas épargné les entreprises à participations publiques. Elle a en effet particulièrement concerné les entreprises des secteurs du transport, de l'industrie automobile et aéronautique, de l'énergie, du tourisme, qui représentent une part importante du portefeuille de l'État actionnaire.

L'enquête de la Cour a porté sur les participations publiques dans les entreprises du secteur concurrentiel gérées par trois grands actionnaires publics : l'Agence des participations de l'État (APE), la Caisse des dépôts et consignation (CDC) hors Bpifrance, et les participations gérées par Bpifrance. Sont exclues de son champ les participations relevant d'établissements publics administratifs de divers secteurs (universités, recherche, environnement, santé, etc.) et des sociétés du secteur non concurrentiel notamment la Banque de France.

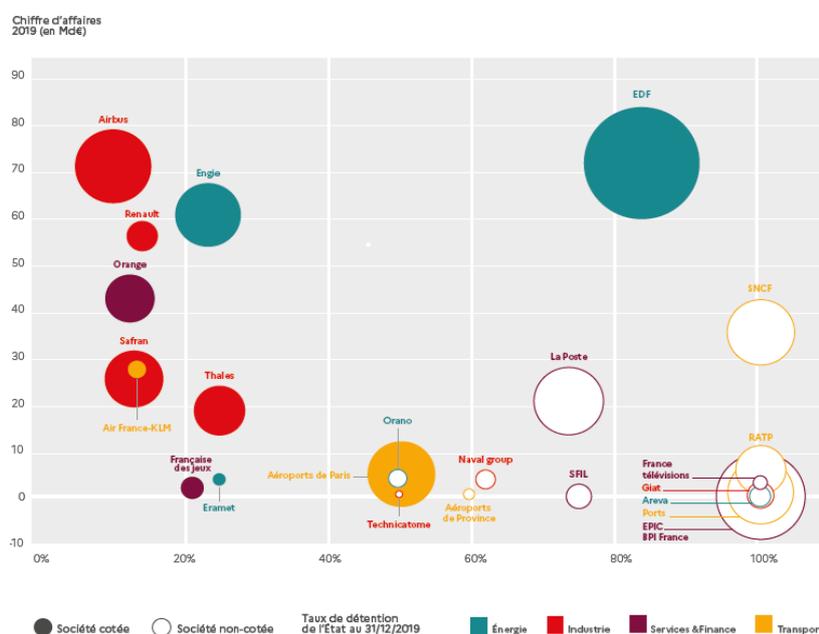
La gestion de ce portefeuille, qui était valorisé à environ 145 Md€ dans les comptes de l'État au 31 décembre 2019, relève principalement des trois entités retenues dans le champ de l'enquête.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Les participations directes ou indirectes de l'État représentaient une valeur nette comptable de 291 Md€ environ dans les comptes de l'État fin 2019, comprenant 689 entités contrôlées et 921 entités non contrôlées. Cette valeur était passée à 307 Md€ environ à fin 2020. Le périmètre des participations analysées par la Cour ne comprend qu'une partie de cet ensemble, soit les entités du secteur concurrentiel exclusivement, qu'elles soient contrôlées par l'État ou pas.

L'APE gère les participations directes de l'État, avec un portefeuille composé au 31 décembre 2019 de 88 entités réalisant globalement un chiffre d'affaires de 138,8 Md€, un résultat opérationnel de 11,3 Md€ et un résultat net part du groupe de 9,9 Md€<sup>5</sup>. Ces entreprises présentaient des valeurs et des niveaux de participation de l'État très variables. Elles étaient valorisées à hauteur de 90,6 Md€ dans les comptes de l'État.

### Graphique n° 1 : principales participations de l'État au 31 décembre 2019



Source : APE - Rapport sur l'État actionnaire 2019 – 2020

Lecture : au sein de chaque secteur, la taille des cercles est proportionnelle à la capitalisation boursière (part de l'État) pour les sociétés cotées (pleins) et à la valeur des capitaux propres pour les entreprises non cotées (vides).

<sup>5</sup> Le résultat net part du groupe est la part du résultat net qui revient à l'actionnaire de contrôle d'un groupe dans les comptes consolidés, après déduction de la part des actionnaires minoritaires dans le résultat des filiales consolidées. Selon l'APE, son portefeuille est composé au 30 juin 2021 de 83 entités et le résultat net part du groupe est de 8,3 Md€.

Une partie importante du portefeuille des entreprises à participation publique est gérée par la Caisse des dépôts et consignations, qui est elle-même un établissement financier traditionnellement considéré comme non contrôlé par l'État.

Fin 2019, le portefeuille de la CDC comprenait 1 108 participations, valorisées globalement à 23,8 Md€ dans ses comptes<sup>6</sup> et réalisant un chiffre d'affaires ou produit net bancaire (PNB) consolidé de l'ordre de 11 Md€.

Ce périmètre a été substantiellement élargi par la prise de contrôle majoritaire du groupe La Poste, intervenue en mars 2020. Fin 2020, les fonds propres du groupe représentaient 39,1 Md€ et le PNB 34,5 Md€.

La Caisse des dépôts est organisée désormais autour de quatre métiers principaux, ainsi que deux très grosses participations, dans Bpifrance et dans le groupe La Poste, ainsi que l'illustre le schéma ci-après.

### Schéma n° 1 : organisation par métier de la CDC au 31 décembre 2020



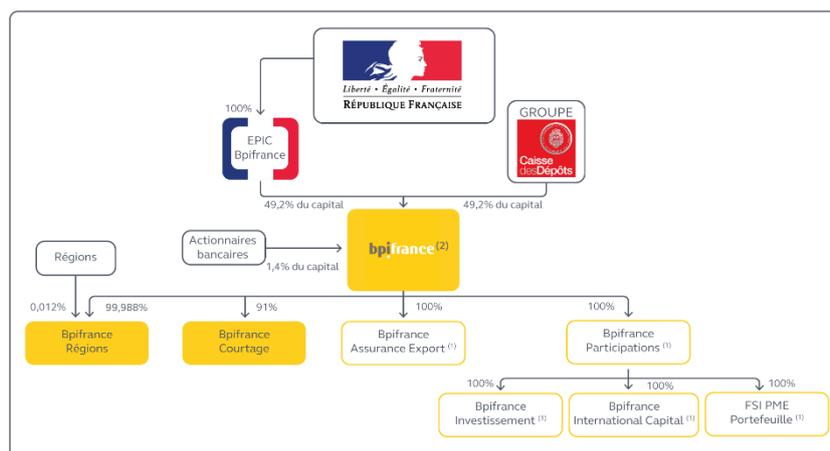
Source : CDC, présentation des comptes 2020

Le troisième grand pôle de gestion des participations publiques est constitué par Bpifrance, qui présente la particularité d'être elle-même une filiale non contrôlée, d'une part de la CDC (49,2 %), d'autre part de l'État, au travers de l'Epic Bpifrance (49,2 %).

Une réorganisation très structurante du groupe a été menée en 2020. En décembre 2020, Bpifrance Financement (ex-banque Oséo) a absorbé sa société mère Bpifrance SA. Elle est désormais la société holding du groupe sous la nouvelle dénomination « Bpifrance » avec deux principales filiales : Bpifrance Participations et Bpifrance Export.

<sup>6</sup> Dont la participation dans Bpifrance pour 10,4 Md€.

## Schéma n° 2 : organigramme simplifié du groupe Bpifrance après sa réorganisation



Source : Bpifrance

Le groupe Bpifrance détient de très nombreuses participations, pour la plupart minoritaires, du fait de son métier d'investisseur en capital. Fin 2019, ses fonds propres consolidés étaient valorisés à 24,9 Md€ et son produit net bancaire était de 1,5 Md€.

\*  
\* \*

La Cour a déjà eu l'occasion en 2017 d'examiner ce vaste ensemble, de poser un diagnostic et faire des recommandations s'agissant de sa gestion<sup>7</sup>.

Compte tenu du contexte nouveau lié à la crise sanitaire apparue en 2020, et qui s'est poursuivie en 2021, il a paru utile de réexaminer la gestion des participations de l'État en s'attachant à comprendre en premier lieu comment l'actionnaire public, dans chacune de ses composantes, a fait face à la crise, quels ont été les dispositifs mobilisés et l'ampleur des efforts qui ont été consentis pour, dans certains cas, sauver des entreprises à participation publique qui représentent une part significative de l'économie française (chapitre I).

En deuxième lieu, la Cour a tenté de mesurer le coût de la crise et de sa gestion, en se limitant à la seule année 2020 et en envisageant trois points de vue : celui du budget de l'État, compte tenu des mesures de soutien adoptées, mais aussi des pertes de recettes enregistrées ; celui des

<sup>7</sup> Cour des comptes, *L'État actionnaire*, rapport public thématique, janvier 2017.

entreprises concernées, qui ont subi, dans certains cas, des baisses sévères de leur chiffre d'affaire et de leur résultat, ce qui a affecté leur valeur ; enfin, la Cour a évalué l'impact de la crise sur la valeur du patrimoine de l'État, en se fondant sur une approche expérimentale, dans la mesure où il n'existe pas aujourd'hui de comptabilité consolidée de l'État (chapitre II).

En troisième et dernier lieu, il a semblé utile de prolonger l'analyse au-delà de la seule année 2020, en examinant dans quelle mesure les trois pôles de l'actionnariat de l'État avaient pu être durablement affectés par la crise sanitaire, et au-delà de ces impacts conjoncturels, quelles pourraient être les évolutions plus structurelles de l'intervention de l'État actionnaire tant dans son champ d'action que dans ses modalités (chapitre III).



# **Chapitre I**

## **Une mobilisation de l'actionnaire public efficace à court terme**

Face à la crise, un mode de gestion nouveau et coopératif a été mis en place entre l'État actionnaire incarné par l'APE, avec la Direction générale du Trésor (DG Trésor) et la Direction générale des entreprises (DGE), mais également avec la direction générale de la Caisse des dépôts et celle de Bpifrance. Des dispositifs puissants ont été mis en place par l'État, avec le soutien de la Commission européenne (I). Des interventions significatives, bien qu'en nombre limité, ont été mises en œuvre sous l'égide de l'APE (II). La CDC a contribué à soutenir l'économie, même si son action est restée d'ampleur limitée (III). Bpifrance s'est fortement mobilisée sur l'ensemble de ses métiers (IV).

### **I - La mise en place rapide de dispositifs puissants**

#### **A - L'adaptation du régime européen des aides d'État**

L'évolution très significative du régime européen des aides d'État a permis l'adoption par les États membres de mesures exceptionnelles en faveur des entreprises, avec plusieurs assouplissements successifs. Au-delà de mesures générales et transitoires de soutien à l'économie, la Commission a aussi traité la question spécifique des recapitalisations d'entreprises (en fonds propres ou quasi-fonds propres).

## **1 - L'assouplissement transitoire du régime général des aides d'État**

Pour faire face à la crise financière de 2008, la Commission avait adopté des règles spéciales relatives au soutien accordé aux banques, qui permettaient aux États membres, de manière temporaire et jusqu'à fin 2010, de leur octroyer des aides financières, des garanties pour les prêts assorties d'une réduction de prime ou des prêts bonifiés, dès lors qu'elles s'engageaient à adopter des mesures de lutte contre la crise économique.

Dans la même logique d'un régime exceptionnel transitoire, la Commission a annoncé, dans une communication du 20 mars 2020, des tempéraments temporaires au régime des aides d'État, pour permettre aux membres de l'Union européenne de faire face à l'épidémie de covid 19. Ce cadre ne s'est pas substitué à celui de droit commun des aides d'État, mais il permet plusieurs types de mesures de soutien direct justifiées par le caractère exceptionnellement grave de la situation.

L'encadrement temporaire a été révisé à plusieurs reprises pour tenir compte de l'évolution de la situation sanitaire. Les nombreux assouplissements intervenus en 2020 (3 avril, 8 mai, 29 juin et 13 octobre) ont été précédés de consultations des États membres et ont permis de prendre en compte de façon réactive les besoins exprimés.

Au total, en deux mois, la Commission a adopté 43 décisions approuvant 53 mesures nationales relatives à l'épidémie de covid 19. Jamais le droit de la concurrence de l'Union européenne n'avait connu un tel assouplissement et des délais d'examen des demandes aussi brefs.

La Commission a prolongé et élargi l'encadrement temporaire des aides par une décision du 28 janvier 2021. Ce dispositif, qui devait expirer le 30 juin 2021, a été prolongé jusqu'au 30 juin 2022, y compris pour les mesures de recapitalisations.

## **2 - La facilitation des recapitalisations d'entreprises**

La Commission a proposé dans une communication du 9 avril 2020 d'étendre le champ d'application de l'assouplissement du régime des aides d'État en permettant aux États membres de recapitaliser les entreprises qui en ont besoin, sous réserve que cela s'avère nécessaire et approprié. La Commission entendait veiller à ce que les entreprises qui bénéficient d'un soutien en capital soient soumises à des contrôles et à des règles en matière de gouvernance, afin de limiter les distorsions potentielles de concurrence dans le marché unique.

À cette fin, un certain nombre de garde-fous ont été prévus en ce qui concerne les conditions d'octroi des aides d'État. Le dispositif vise ainsi à garantir que les États seront suffisamment rémunérés pour les risques qu'ils supportent. Il exige également qu'ils élaborent une stratégie de sortie, en particulier pour les grandes entreprises, afin de démontrer qu'elles pourront redevenir rentables sans qu'un soutien de l'État soit nécessaire lorsque l'économie sera stabilisée. Afin de garantir la proportionnalité des aides aux effets directs de la crise uniquement, et non aux difficultés antérieures, le montant des recapitalisations doit se limiter à rétablir la structure de capital qui était celle de l'entreprise au 31 décembre 2019. L'aide apportée doit enfin être temporaire et donc remboursée en accordant au bénéficiaire un délai suffisant.

## **B - En France, des dispositifs exceptionnels mis en place au bénéfice des entreprises à participation publique**

Diverses mesures d'urgence ont été prises à l'occasion des trois premières lois de finances rectificatives pour 2020 et ont concerné plus ou moins directement les entreprises à participation publique.

### **Une succession rapide de lois de finances rectificatives contenant des mesures de soutien**

La loi du 23 mars 2020 de finances rectificative pour 2020 (LFR 1), outre l'indemnisation de l'activité partielle et un fonds de solidarité pour les très petites entreprises (TPE), les indépendants et les micro-entrepreneurs, a notamment prévu une garantie de l'État sur les prêts octroyés aux entreprises par les banques jusqu'à 300 Md€.

La loi du 25 avril 2020 de finances rectificative pour 2020 (LFR 2), outre l'amplification des dispositifs d'activité partielle et de soutien aux TPE, a notamment institué un fonds de 20 Md€ pour renforcer des participations financières de l'État dans les entreprises stratégiques en difficulté (programme 358 de la mission *Plan d'urgence face à la crise sanitaire*).

La loi du 30 juillet 2020 de finances rectificative pour 2020 (LFR 3) a notamment prévu des plans de soutien d'urgence aux secteurs les plus touchés par la crise, pour un montant d'environ 45 Md€. Étaient concernés le tourisme, l'automobile, l'aéronautique, les entreprises technologiques et le secteur culturel.

Sont commentés ci-après les principaux dispositifs déployés en faveur des entreprises à participation publique, à l'exclusion de ceux ayant concerné indistinctement l'ensemble des entreprises, comme l'indemnisation de l'activité partielle.

## 1 - Des moyens nouveaux importants pour les opérations en capital de l'État

En loi de finances initiale pour 2020, le compte d'affectation spéciale *Participations financières de l'État* (CAS PFE), qui est utilisé pour toutes les interventions en capital de l'État, avait été présenté en équilibre, avec un montant de prévisions de recettes et de dépenses de 10,18 Md€ pour le programme 731 – *Participations financières de l'État* et de 2 Md€ pour le programme 732 – *Contribution au désendettement de l'État*.

La LFR 1 a annulé environ 7 Md€ de recettes du CAS PFE, dont 4,98 Md€ de crédits au titre du programme 731, et 2 Md€ de crédits au titre du programme 732, compte tenu de la révision à la baisse des prévisions de recettes de privatisation dans un contexte de marché dégradé. Il s'agissait notamment de l'effet du report de l'opération d'ouverture du capital d'ADP.

Compte tenu des besoins liés à la crise, la LFR 2 a créé un nouveau programme 358 – *Renforcement exceptionnel des participations financières de l'État dans le cadre de la crise sanitaire*, relevant de la mission nouvelle *Plan d'urgence face à la crise sanitaire* et financé exclusivement sur le budget général.

Le programme 358 a été doté de 20 Md€, destinés à renforcer les fonds propres, les quasi-fonds propres et à financer les avances faites à des entreprises « *présentant un caractère stratégique jugées vulnérables* ».

En pratique, les crédits avaient vocation à être reversés sur le CAS PFE (programme 731) au fur et à mesure qu'il serait décidé de leur destination.

Trois opérations en capital ont effectivement conduit à un abondement de crédit en provenance du programme 358 en 2020, pour un total de 8,3 Md€ (cf. tableau n° 2).

**Tableau n° 2 : recettes du CAS-PFE en provenance du programme 358 en 2020 (en M€)**

<i>Motif</i>	<b>Montant</b>
<i>Abondement du CAS PFE via le programme 358 en prévision de la souscription par l'État à l'augmentation de capital de la Société nationale SNCF</i>	4 050
<i>Abondement du CAS PFE via le programme 358 en prévision des appels de fonds devant intervenir au titre (i) de l'avance en compte courant d'actionnaire accordée à Air France-KLM (3 Mds€) et (ii) des appels de fonds du Fonds Ace Aéro Partenaires (150 M€) - Opérations COVID</i>	3 150
<i>Abondement du CAS PFE via le programme 358 en prévision de la souscription à l'émission d'obligations à option de conversion et/ou d'échanges en actions nouvelles ou existantes (Océane) d'EDF pour un montant maximum de 1 104 M€.</i>	1 104
<b>Total</b>	<b>8 304</b>

Source : APE

En définitive, les recettes du CAS PFE se sont élevées à 10,9 Md€ en 2020, comprenant 8,3 Md€ en provenance du programme 358, 1,4 Md€ de produits de cessions, et 1,2 Md€ de recettes diverses d'origine budgétaire, principalement liées à la gestion des PIA. Ces recettes se sont ajoutées au solde de 3,2 Md€ existant à la clôture de l'exercice 2019 pour constituer un montant disponible de 14,1 Md€.

Les dépenses se sont quant à elles élevées à 11,7 Md€ (cf. tableau n° 3).

**Tableau n° 3 : dépenses du CAS-PFE concernant les entreprises à participation publique en 2020 (en M€)**

<i>Dépense</i>	<i>Montant</i>
<i>Souscription à l'augmentation de capital de la société nationale SNCF à hauteur de 4 050 M€.</i>	4 050
<i>Versement de la première et seconde tranches de l'avance en compte courant d'actionnaire accordée à la société Air France KLM le 6 mai 2020.</i>	3 000
<i>Souscription à des obligations convertibles en actions (Oceane) émises par EDF</i>	1 027,6
<i>Versement au Fonds ACE Aéro Partenaires</i>	6,5
<i>Versement d'une avance en compte courant d'actionnaire à LFB SA</i>	221,1
<i>Souscription à des obligations convertibles en actions (Oceane) émises par Safran</i>	114,3
<i>Versement d'une avance en compte courant d'actionnaire à Naval Group</i>	76,7
<i>Souscription à une augmentation de capital d'IN Group</i>	65,0
<i>Souscription à une augmentation de capital de SLI</i>	49,5
<i>Souscription à une augmentation de capital de Radio France</i>	17,7
<i>Souscription à une augmentation de capital de France télévisions</i>	17,0
<i>Prêt à la SLN (Société Le Nickel)</i>	10,0
<i>Dotation en numéraire de l'Epic Bpifrance (FII)</i>	1 900,0
<i>Versements à divers opérateurs de l'État au titre des opérations en fonds propres du PIA3</i>	1 080,0
<i>Autres versements</i>	65,7
<b>Total</b>	<b>11 701,1</b>

Source : Cour des comptes d'après chiffres APE

Les crédits de paiement de 20 Md€ ouverts sur le programme 358 ont donc été finalement peu utilisés sur l'exercice 2020, à hauteur de 8,3 Md€ seulement, soit 41,5 % du total ouvert<sup>8</sup>.

Par ailleurs, il n'y a pas eu adéquation complète entre les versements en provenance du programme 358 et les dépenses en capital faites sur le programme 731 au titre de la crise ou de la relance. Ainsi les crédits devant bénéficier à EDF n'ont été utilisés qu'en partie, ce qui a laissé un solde positif de 76,8 M€ sur le CAS PFE.

Inversement, d'autres dépenses en capital de 2020, qui semblent liées à la crise sanitaire, n'ont pas fait l'objet d'abondements en provenance du programme 358. Il en va ainsi de l'avance d'actionnaire consentie à Naval Group pour 76,7 M€ et des obligations convertibles souscrites pour Safran pour 114,3 M€.

Au total, le CAS PFE a connu en 2020 un excédent des dépenses par rapport aux recettes de 782 M€ environ. Ce montant a réduit le solde cumulé constaté fin 2019 (3 237 M€).

L'existence d'un programme spécifique du budget général pour financer des besoins des participations publiques liés à la crise sanitaire (le programme 358) en abondant le programme 731 du CAS PFE – sans que des critères incontestables permettent de différencier ce qui relève d'une part des conséquences de la crise et d'autre part des besoins structurels des entreprises publiques – n'améliore pas la lisibilité et le fonctionnement pratique du CAS PFE. Il serait préférable en conséquence de supprimer à brève échéance le programme 358.

## **2 - Des prêts garantis par l'État largement utilisés en complément des instruments de fonds propres**

Le dispositif des prêts garantis par l'État (PGE) a été institué par la LFR 1 pour 2020. La loi prévoit notamment que les garanties portant sur des prêts consentis aux entreprises qui emploient au moins cinq mille salariés et qui ont un chiffre d'affaires supérieur à 1,5 Md€ sont octroyées par arrêté du ministre chargé de l'économie. Un bon nombre d'entreprises à participation publique entrent dans cette catégorie.

---

<sup>8</sup> Cour des comptes, Mission *Plan d'urgence face à la crise sanitaire*, Note d'analyse de l'exécution budgétaire 2020.

La quotité garantie du prêt était de 90 % pour les entreprises employant en France moins de 5 000 salariés et réalisant un chiffre d'affaires inférieur à 1,5 Md€, de 80 % pour les autres entreprises réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 1,5 Md€ et inférieur à 5 Md€ et de 70 % pour les autres entreprises.<sup>9</sup>

Certaines entreprises publiques ont bénéficié de PGE qui ont nécessité que des conditions dérogatoires soient accordées aux banques par rapport au cadre commun prévu par l'arrêté du 23 mars 2020.

Ces PGE ont fait l'objet de notifications *ad hoc* à la Commission européenne. Ainsi, la quotité de garantie de l'État pour les prêts accordés à Renault (PGE de 5 Mds€) et à Air France-KLM (PGE de 4 Md€) a été relevée à 90 %, contre 70 % normalement pour cette taille d'entreprises.

### **3 - Des plans sectoriels contribuant au soutien des entreprises à participation publique**

Deux plans peuvent être cités en exemple.

#### *a) Le plan de soutien à l'aéronautique*

La crise sanitaire a porté un coup d'arrêt brutal au transport aérien qui a violemment affecté les compagnies aériennes mais aussi l'ensemble de la filière de production et de maintenance aéronautique. La filière aéronautique française, qui représente 300 000 emplois et 58 Md€ de chiffre d'affaires, a été très fragilisée par la crise, ce qui a conduit le Gouvernement à présenter un plan de soutien le 9 juin 2020<sup>10</sup>. Au-delà du soutien important apporté par l'État à Air France-KLM, ce plan comportait trois grands volets : soutien des entreprises en difficulté, investissement dans des PME et investissement dans la recherche et développement (R&D).

Au total, en incluant le soutien à Air France-KLM, le plan était estimé à 15 Md€ d'aides, d'investissements, de prêts et de garanties, dont la contribution à un fonds aéronautique « Ace Aéro Partenaires ».

---

<sup>9</sup> Voir l'arrêté du 23 mars 2020 accordant la garantie de l'État aux établissements de crédit et sociétés de financement en application de l'article 4 de la loi n° 2020-289 du 23 mars 2020 de finances rectificative pour 2020, et ses modifications successives.

<sup>10</sup> Ce sujet fait l'objet d'une enquête en cours des juridictions financières, dans le cadre d'une formation inter-juridictions (FIJ) à la demande du Sénat, les développements sont donc brefs à l'exception du fonds Aéro qui est un outil en fonds propres.

### **Le fonds Ace Aéro Partenaires<sup>11</sup>**

L'objet du fonds est d'investir avec un horizon long terme dans des entreprises françaises de taille petite et intermédiaire ayant une activité majoritairement réalisée dans l'aéronautique civile, avec l'objectif de renforcer la chaîne d'approvisionnement. Le fonds intervient auprès des TPE, PME, ETI ayant une activité majoritairement industrielle et civile et disposant de produits et technologies clés pour l'avenir de la filière aéronautique française.

Quatre industriels (Airbus, Safran, Dassault Aviation et Thales) contribuent au fonds en capital à hauteur totale de 200 M€ répartis en : 116 M€ pour Airbus, 58 M€ pour Safran, 13 M€ pour Dassault Aviation et 13 M€ pour Thales. Il associe également pour 230 M€ le fonds Tikehau (par ailleurs actionnaire à 100 % de la société de gestion du fonds, ACE Management), l'État pour 150 M€ (*via* un mandat confié par l'APE à Bpifrance) et Bpifrance à hauteur de 50 M€ sur ses fonds propres. Une seconde levée de fonds auprès de souscripteurs privés est prévue.

La gouvernance du fonds repose sur un comité d'orientation stratégique (COS) réunissant industriels, Bpifrance (en tant qu'investisseur) ainsi que le gérant. Il a pour objectif de valider les orientations du fonds. Le COS se réunit sur une base mensuelle afin de consulter les partenaires industriels et Bpifrance sur les opportunités d'investissement à l'étude. Le gérant partage de plus sur une base *ad hoc* avec les membres du COS, les dossiers d'analyse préparés à l'occasion de chaque opération, ainsi que lors de tout ajustement majeur des termes d'un investissement en portefeuille.

La première opération du fonds a été décidée en octobre 2020. Il s'agit d'un renforcement des capitaux propres de la société « Aries Alliance » à hauteur de 20M€. Le démarrage du fonds a été ralenti par l'absence de sentiment d'urgence de beaucoup de PME de la filière, qui ont pu faire face à leurs difficultés de trésorerie pendant la crise grâce aux nombreux dispositifs de soutien mis en place, du fait notamment du bénéfice de PGE, ce qui a pu différer l'ouverture du capital de certaines entreprises.

Le plan aéronautique n'a pas été notifié à la Commission européenne mais a fait l'objet d'échanges avec celle-ci.

#### *b) Le plan de soutien à l'automobile*

Annoncé le 26 mai 2020 par le Président de la République, le plan de soutien à l'automobile comprend trois volets :

---

<sup>11</sup> Renommé ultérieurement « *Ace Capital Partners* ».

- un soutien à la demande, grâce à l'augmentation des bonus écologiques, des primes de conversion et le déploiement de bornes électriques, pour un montant total de 1 335 M€ en 2020 ;
- un soutien à l'offre, pour un montant total de 950 M€, avec trois composantes : un fonds d'investissement en fonds propres de 600 M€, un fonds destiné à financer des prestations de conseil et des subventions d'investissement, à hauteur de 200 M€ ; un fonds destiné à subventionner l'innovation et le développement industriel, pour 150 M€. Ce soutien s'ajoute aux projets financés par le PIA et le Fonds pour l'innovation et de l'industrie (FII) pour produire des batteries électriques ;
- un soutien à la formation des salariés.

Comme le plan de soutien aéronautique, ce plan a inclus la constitution d'un fonds d'investissement dans lequel l'État a investi directement, le Fonds avenir automobile 2 (FAA 2). Ce Fonds constitue une forme de soutien à des entreprises à participation publique, dans la mesure où les deux principaux bénéficiaires en sont, directement ou indirectement, Renault et PSA, devenu Stellantis en 2021, deux groupes dans lesquels l'État détient de fortes participations.

### **Le fonds Avenir Automobile 2**

Ce fonds d'investissement fait suite à une initiative du même type qui avait été prise en 2009, à la suite de la crise financière de 2008. Ce premier fonds (fonds de modernisation des équipementiers automobiles, renommé ensuite Fonds avenir automobile (FAA 1) avait pour mission de « *contribuer au développement et à la consolidation des équipementiers stratégiques pour la filière automobile, afin de faire émerger des équipementiers plus grands, plus rentables et capables de nouer des partenariats durables avec les constructeurs* ». Géré par la direction *Mid and Large Cap* de Bpifrance, il était doté de 650 M€, souscrits par PSA, Renault et Bpifrance, aux côtés de 5 grands équipementiers de rang I : Bosch, Faurecia, Hutchinson, Plastic Omnium et Valeo. Il est à noter que, début 2020, plus de 10 ans après sa création, 145 M€ n'avaient pas encore été investis.

Le nouveau fonds FAA 2 est géré par Bpifrance, comme le précédent, mais présente la particularité d'avoir l'État comme actionnaire, à hauteur, à terme, de 150 M€<sup>12</sup>, aux côtés de Bpifrance participations, Renault et PSA (100 M€ chacun). En pratique, Bpifrance, Renault et PSA n'apporteront dans un premier temps que 50 M€ chacun, plus 25 M€ financés par la partie non investie du FAA 1, et l'État 105 M€, soit un total de 330 M€.

La vocation du FAA 2 est d'investir, soit directement (compartiment 1), soit par l'intermédiaire d'autres fonds (compartiment 2) dans des entreprises du secteur automobile.

La complexité du montage ne facilite pas la lisibilité de la politique de gestion actionnariale de l'État. Pour certaines sociétés, diverses interventions pourront se conjuguer : des investissements directs du FAA 2 financés par l'État et Bpifrance participations et des investissements indirects par l'intermédiaire de fonds, eux-mêmes alimentés à titre minoritaire par Bpifrance participations (« fonds de fonds »).

Le FAA 2 n'a pas été notifié à la Commission européenne au titre des aides d'État. Dans la mesure où la rentabilité des investissements dans le FAA 1 a été à ce jour très négative<sup>13</sup>, un risque de requalification ne peut être exclu.

## II - Des opérations de soutien menées avec diligence par l'APE

La Cour a examiné plus en détail quatre opérations significatives conduites en 2020 par l'APE pour aider des entreprises à participation publique frappées par la crise sanitaire. Elle a généralement constaté que ces opérations avaient été menées avec une grande diligence, même si dans certains cas le lien avec la crise sanitaire pouvait être questionné.

<sup>12</sup> Aucune participation de l'État, nécessaire en provenance du CAS PFE, n'avait été libérée au 31 décembre 2020, à la différence de la souscription au fonds aéronautique, qui a débuté en 2020.

<sup>13</sup> Le TVPI (*Total value paid in*) correspondant au total des résultats distribués et non distribués rapporté au capital appelé serait de l'ordre de 80 %.

## A - Air France-KLM : une intervention en urgence coûteuse pour l'État

Air France-KLM est une société cotée dont l'État détenait 14,29 % au 31 décembre 2019, pour une valeur de 608 M€ dans ses comptes.

Dès début avril 2020, confronté à un arrêt quasi-total du trafic aérien, il apparaissait qu'Air France-KLM aurait épuisé la totalité de ses liquidités d'ici le mois de juin. Son besoin de financement complémentaire pour la seule année 2020 était évalué à 7,8 Md€ (4,7 Md€ pour la partie Air France et 3,1 Md€ pour la partie KLM).

Il était évident que ces besoins ne pourraient être financés par le recours au marché obligataire, compte tenu des ratios de gestion du groupe, très dégradés, et qu'une augmentation de capital massive, pouvant aboutir à la nationalisation du groupe, ne pouvait intervenir à court terme pour des raisons techniques (délais de discussion avec l'État néerlandais, notamment).

Le 24 avril 2020, l'APE a présenté le plan de soutien à Air France-KLM arrêté avec l'entreprise et ses prêteurs. Ce plan, d'un montant global de 7 Md€, comportait deux instruments :

- un PGE d'un montant maximum de 4 Md€, financé par un *pool* de banques et assorti de conditions atypiques en faveur des prêteurs<sup>14</sup> ;
- une avance en compte courant d'actionnaire, d'un montant de 3 Md€ (jusqu'à 3,5 Md€ si le PGE ne pouvait être complet), consentie directement par l'État et soit remboursable en numéraire, soit transformable en capital, au choix de l'État.<sup>15</sup>

Les fonds devaient transiter par la holding mais bénéficier exclusivement à Air France et des « contreparties » étaient demandées à l'entreprise.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> (i) Garantie de 90 % du prêt par l'État ; (ii) réduction du délai de carence à un jour ; (iii) traitement prudentiel favorable, (iii) maturité d'un an extensible à trois ans au total et (iv) taux d'intérêt croissant de Euribor 3M + 125 à 375 points de base (bps).

<sup>15</sup> L'avance en compte courant devait avoir une durée de quatre ans extensible à six ans, à taux d'intérêt fixe de 7 % (augmentant au-delà de quatre ans).

<sup>16</sup> Plan pluriannuel à présenter par la direction pour assurer la soutenabilité économique et financière du Groupe, réformes structurelles sur la maîtrise des coûts et des efforts de productivité, réduction des vols régionaux très déficitaires au profit du TGV et modernisation de la flotte pour diminuer son impact écologique.

Une contribution de 4 Md€ de l'État néerlandais était espérée mais n'était pas finalisée à cette date, notamment car celui-ci cherchait à obtenir en contrepartie de son aide un rééquilibrage de la gouvernance<sup>17</sup>.

Fin décembre 2020, compte tenu d'une situation d'exploitation désastreuse en 2020 (chiffre d'affaires de 11,1 Md€ contre 27,2 Md€ en 2019, Ebitda<sup>18</sup> négatif de - 1,7 Md€, résultat net part du groupe de - 7,1 Md€), la dette nette d'Air France-KLM était passée à 11,0 Md€, en augmentation de 4,2 M€ sur l'année précédente. Les fonds propres consolidés (part du groupe) étaient quant à eux négatifs de 5,4 Md€ mais les liquidités disponibles se montaient à 7,4 Md€<sup>19</sup>.

Sans les 7 Md€ apportés par l'État (entièrement versés en 2020) et les 3,4 Md€ finalement apportés par l'État néerlandais (dont seuls 0,9 Md€ ont été versés en 2020), Air France-KLM aurait été en crise de liquidité dans la deuxième moitié de 2020. Toutefois, les apports des États français et néerlandais pourraient être insuffisants pour répondre aux besoins des années suivantes.

S'agissant d'Air France-KLM, l'APE a donc mené en 2020 une action de sauvetage rapide et efficace. L'État a assorti son concours financier de garanties permettant de sécuriser le capital de l'entreprise. Par ailleurs, l'entreprise a pris des engagements en matière de plan de transformation ou de contreparties environnementales. Les questions de fond, relatives notamment à la soutenabilité du modèle économique d'Air France-KLM et à la rentabilité des investissements consentis à cette occasion par l'actionnaire, restent posées.

Au cours de l'année 2021 a eu lieu une opération de consolidation de l'opération de sauvetage d'Air France-KLM, comprenant deux volets :

- l'émission de 3 Md€ de titres de créance répondant aux exigences de quasi-fonds propres, souscrits en totalité par l'État par conversion de l'intégralité de l'avance d'actionnaire consentie en avril 2020 ;
- la réalisation d'une augmentation de capital ouverte à tous les actionnaires et au marché pour un montant pouvant aller jusqu'à 1 Md€, dont près de 600 M€ souscrits par l'État, en vue de porter sa participation jusqu'à un maximum de 29,9 % du capital et des droits de vote.

---

<sup>17</sup> Obtention d'un siège de plus au conseil d'administration et remboursement du prêt de l'État néerlandais en titres KLM lui permettant d'augmenter sa participation.

<sup>18</sup> *Earning before interest, tax, depreciation and amortization*, indicateur permettant de mesurer la capacité d'une entreprise à générer une trésorerie positive et donc à rembourser sa dette.

<sup>19</sup> Hors 2,5 Md€ de prêts non tirés au 31 décembre.

Le seuil de 29,9 % utilisé pour l'augmentation de capital a permis d'éviter de dépasser le seuil au-delà duquel une offre publique d'achat doit être déposée.

Ces opérations ont permis de relancer les appels au marché (émissions d'obligations senior pour 800 M€, mise en place d'un programme de titres d'emprunt en euros) et de rembourser en fin d'année le PGE à hauteur de 500 M€.

## **B - Renault : un soutien indispensable malgré un faible endettement**

Renault est une des entreprises à avoir subi de plein fouet le choc de ralentissement de la demande dû à la crise sanitaire. Dès le 9 avril, l'Agence Standard & Poor's publiait une note abaissant la notation du groupe à BB+/B' <sup>20</sup>, c'est à dire considérant les financements standards comme des investissements à risque (« *non investment grade* »), avec perspectives négatives.

Dès avril 2020, il apparaissait que Renault, déjà fragilisée, avait connu une forte dégradation de ses réserves de liquidité au premier trimestre, du fait du ralentissement des ventes (baisse de 70 % en mars). Le retard des flux de trésorerie disponible (*free cash-flow*) était estimé à 6,5 Md€ à fin mars. Les sorties de liquidité pour avril et mai étaient anticipées à plus de 6 Md€. Compte tenu d'une trésorerie disponible de 12,3 Md€ à fin 2019, Renault était donc dans l'obligation d'utiliser dès le mois de mai une ligne de crédit bancaire déjà accordée de 3,5 Md€.

Dans ce contexte, Renault avait décidé de mettre en œuvre un plan d'économies, mais prévoyait néanmoins une dégradation de ses flux de trésorerie de 3,9 Md€ pour l'ensemble de l'année par rapport à son budget. Il demandait en conséquence un PGE de 5 Md€ à l'État, à des conditions dérogatoires du droit commun.

L'APE et la DG Trésor se sont montrées favorables à cette demande, en soulignant que Renault n'était plus en état d'emprunter sous sa seule signature sur le marché obligataire, voire bancaire, ce qui justifiait les dispositions suivantes :

- quotité garantie par l'État de 90 % et non de 70 % ;
- traitement prudentiel des prêts par les banques comme s'il s'agissait d'un risque sur l'État (pour la quotité garantie), afin de ne pas consommer trop de leurs fonds propres ;

---

<sup>20</sup> Standard & Poor's, « *French Automaker Renault Downgraded To 'BB+/B' On Weaker Metrics Due To COVID-19; Outlook Negative* », 9 avril 2020.

- suppression du délai de carence pour la garantie accordée aux banques créancières.

En mai, Renault annonçait un plan d'économie de 2 Md€ sur trois ans, pour restaurer la compétitivité et la rentabilité de l'entreprise. Il s'agissait en réalité de la reprise d'un plan déjà annoncé en février 2020, avant le début de la crise sanitaire. Un plan d'une plus grande ampleur avait été envisagé, mais s'était heurté à des difficultés de faisabilité et d'acceptabilité sociale.

Finalement, le 3 juin 2020, Renault annonçait la mise en place avec un pool de banques d'une convention d'ouverture de crédit d'un montant total maximum de 5 Md€ bénéficiant d'une garantie de l'État.

Cette ouverture de crédit devait permettre d'assurer le financement des besoins de liquidité du groupe, dans un contexte de crise sans précédent.

Les principales caractéristiques de cette ouverture de crédit sont les suivantes :

- un montant total maximum de 5 Md€, pouvant être tiré en tout ou partie et en une ou plusieurs fois d'ici le 31 décembre 2020 ;
- une maturité initiale de chaque tirage de 12 mois, avec faculté pour Renault de proroger la maturité de trois ans ;
- une garantie de l'État à hauteur de 90 % du montant total emprunté ;
- un pool bancaire composé de cinq banques : BNP Paribas, Crédit Agricole, HSBC France, Natixis et Société Générale.

À la fin de l'année 2020, le chiffre d'affaires ressortait en baisse de 21,7 % par rapport à l'année précédente, et le résultat net négatif de 8,0 Md€, contre un équilibre affiché en 2019.

La génération de trésorerie nette de la branche automobile, qui était de 1,7 Md€ en 2019, est devenue négative de 3,6 Md€ en cours d'année 2020. Cependant les réserves de liquidité de la branche, qui étaient de 15,8 Md€ à fin 2019, ont été reconstituées à hauteur de 16,4 Md€ à fin 2020, en incluant les lignes de crédit non tirées de 3,4 Md€. Le PGE de 5 Md€ consenti par l'État, qui était tiré à hauteur de 4 Md€ fin 2020<sup>21</sup>, a donc permis à Renault de conserver une trésorerie nette positive sensiblement du même niveau qu'en fin d'année précédente. *A posteriori*, il s'est donc révélé indispensable à la continuité de l'activité du groupe en 2020, même s'il n'a pas résolu le problème plus structurel de sa rentabilité.

---

<sup>21</sup> Renault indique que 1 Md€ avait été remboursé à mi-2021.

## C - EDF : un financement justifié mais rendu inutilement complexe par l'existence du FII

La crise sanitaire a affecté l'Ebitda d'EDF, réduit à 16,2 Md€ en 2020 (- 3,3 %), et le résultat net, qui est passé de plus de 5,1 Md€ en 2019 à seulement 650 M€ en 2020 (- 87,3%), comme l'illustre le tableau n° 4.

**Tableau n° 4 : évolution des principaux agrégats financiers d'EDF en 2020**

	2019 En M€	2020 En M€	Variation en M€	Variation en %
<b>Compte d'exploitation</b>				
CA	71 347	69 031	- 2 316	- 3,2
Ebitda	16 723	16 174	- 549	-3,3
% Ebitda/CA	23,4 %	23,4 %	-	0,0
Résultat d'exploitation	6 757	3 875	- 2 882	- 42,7
Résultat financier	- 364	- 2 582	- 2 218	- 609,3
Résultat net part du groupe	5 155	650	- 4 505	- 87,3
<b>Bilan</b>				
Endettement financier net	41 133	42 290	1 157	2,8
Capitaux propres part du groupe	46 466	45 633	- 833	- 1,8
Ratio endettement financier net/ Ebitda	2,46	2,61		

Source : comptes consolidés

Bien que le résultat du groupe soit resté positif, un des principaux risques liés à la crise était de compromettre la capacité d'EDF à tenir sa trajectoire d'investissements à moyen terme tout en respectant ses objectifs de maîtrise d'endettement (soit, au 31 décembre 2021, une dette inférieure à 2,8 fois l'Ebitda) eu égard aux conséquences de la crise sur la production et la consommation d'électricité. Le plan d'action approuvé par le conseil d'administration d'EDF le 30 juillet 2020 pour faire face aux effets de la crise sanitaire incluait d'ailleurs une révision à la baisse de la trajectoire d'investissement du programme à moyen terme (PMT) de décembre 2019, trajectoire qui demeure toutefois ambitieuse<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> Les investissements nets d'EDF, hors plan de cession, et hors acquisitions, devant s'élever à environ 15 Md€ en moyenne par an sur la période 2020-2022, alors que ces derniers étaient projetés à hauteur de 15,5 Md€ pour 2020.

C'est dans ce contexte qu'EDF a procédé le 8 septembre 2020 à une émission, d'une part, de 2,1 M€ d'obligations hybrides et, d'autre part, à hauteur de 2,4 Md€, d'obligations convertibles en actions « Oceane ». La liquidité d'EDF n'était pas menacée à court terme, et c'est donc pour conforter son bilan que l'opération a été menée.

L'État a souscrit le 8 septembre 2020 des obligations convertibles à hauteur de 1 028 M€, soit 40 % du montant émis, ce qui correspond à une quote-part très inférieure à sa détention du capital d'EDF<sup>23</sup>. Cela été rendu possible par l'appétence d'investisseurs privés pour ces titres.

Dans l'hypothèse maximale d'une conversion en actions EDF de l'ensemble des obligations Oceane, la participation directe de l'État aurait pu se trouver réduite à 68,14 %. Or, en vertu des dispositions de l'article L. 111-67 du code de l'énergie, la participation de l'État en direct (sans tenir compte de celle de l'Epic) doit se trouver à tout moment au moins égale à 70 %. Afin de prévenir un risque juridique important, l'État a dû reprendre une partie des actions qu'il avait apportées à l'Epic Bpifrance pour doter le FII (61 millions d'actions, correspondant à environ 2 % du capital d'EDF pour une valeur de 637 M€).

Cette opération illustre le caractère très théorique de la sanctuarisation des ressources apportées à l'Epic Bpifrance par l'État, qui peut reprendre à tout moment les titres constituant l'essentiel de la dotation du FII (8,4 Md€ sur les 10 Md€ apportés à l'origine).

Au total, la participation de l'État à l'émission d'obligations Oceane, financée par un versement du programme 358 au titre de l'urgence, apparaît justifiée dans le contexte de crise sanitaire qui a affecté la consommation, mais aussi la production d'électricité, ce qui a fait baisser la rentabilité des actifs et perturbé un programme de cessions significatif, planifiés par EDF pour 2020.

En revanche, cette opération a été rendue inutilement complexe par la nécessité de reprendre les titres EDF affectés à l'Epic: la dissociation du portage des titres EDF entre l'APE et l'Epic Bpifrance n'est pas satisfaisante car ce dernier n'a pas les attributs d'un actionnaire et peut se voir privé à tout moment des titres dont il est doté. Il serait préférable de réunifier la gestion des titres EDF et que l'ensemble des titres soient portés directement par l'État sous la responsabilité de l'APE dont c'est la vocation. Cela permettrait d'intervenir dans d'éventuelles opérations en capital à l'avenir sans craindre un risque de non-respect de contraintes

---

<sup>23</sup> Avant l'opération, la participation de l'État s'élevait en direct à 71,03 %, auxquels s'ajoutaient 12,55 % *via* l'Epic Bpifrance.

juridiques concernant cette participation. Cela conduit la Cour à rappeler sa recommandation de supprimer le FII et de réintégrer les dépenses correspondantes dans le budget général. De plus, comme la Cour l'a déjà souligné, la pluri-annualité des crédits PIA, de même que leur exemption des dispositifs de mise en réserve, offrent des garanties suffisantes pour les financements nécessitant une certaine stabilité<sup>24</sup>.

La valeur de l'action EDF a finalement augmenté de près de 30 % en 2020. Cette progression résulte à la fois d'un cours particulièrement bas en décembre 2019, du succès des émissions de dettes hybrides et Océane, des anticipations de hausse du prix de vente du nucléaire, et d'impacts positifs de la réorganisation attendue du groupe. Le cours de bourse a cependant baissé d'environ 20 % en 2021.

## **D - SNCF : une opération qui suscite des interrogations**

Les comptes de la SNCF ont été fortement affectés par la crise en 2020. Le chiffre d'affaires du groupe a baissé de 15 % et son résultat net (part du groupe) est passé de - 0,8 Md€ à - 3,0 Md€. La SNCF évalue à 5,4 Md€ la perte d'Ebitda consécutive à la crise sanitaire, à laquelle s'ajoute une dépréciation d'actifs pour 266 M€ (86 M€ en 2019).

---

<sup>24</sup> Sur ce point, voir la NEB sur le CAS Participations Financières de l'État page 42 et suite.

**Tableau n° 5 : évolution des principaux agrégats financiers  
du Groupe SNCF entre 2019 et 2020**

<i>En M€</i>	31/12/2020	31/12/2019	Variation	% Variation
<i>Compte d'exploitation</i>				
<b>CA</b>	29 975	35 120	- 5 145	- 15 %
<i>Résultat opérationnel courant</i>	- 2 204	1 700	- 3 904	- 230 %
<b>EBITDA</b>	1 936	5 658	- 3 722	- 66 %
<b>% EBITDA / CA</b>	6 %	16 %	- 10 %	
<i>Résultat net - Part du groupe</i>	- 3 030	801	- 3 831	278 %
<i>Cash flow libre</i>	- 2 838	- 2 349	489	21 %
<i>Investissements nets</i>	3 667	5 237	- 1 570	- 30 %
<i>Investissements tous financements</i>	8 932	10 013	- 1 081	- 11 %
<i>Bilan</i>				
<i>Endettement net du Groupe SNCF</i>	38 148	60 281	- 22 133	- 37 %
<i>dont endettement net de SNCF Réseau</i>	29 422	51 852	- 22 430	- 43 %
<i>Endettement net/EBITDA</i>	20	11	9	
<i>Capitaux propres part du Groupe</i>	12 691	- 8 746	21 437	- 245 %

Source : Rapport financier 2020 de la SNCF

Si la SNCF a continué de pouvoir emprunter sur les marchés, deux opérations d'aide de l'État sont particulièrement à mentionner, au-delà de la renonciation par l'État à tout dividende en 2020.

En premier lieu, au 1<sup>er</sup> janvier 2020, l'État a repris 25 Md€, en valeur nominale de remboursement, de la dette de SNCF Réseau conformément aux dispositions de la LFI pour 2020. Cette opération prévue de longue date n'est pas liée à la crise sanitaire.

#### **Les modalités de la reprise par l'État de la dette de SNCF Réseau**

À la suite de la réforme issue du nouveau pacte ferroviaire entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2020<sup>25</sup>, la loi de finance initiale 2020 a posé le principe d'une reprise de la dette de SNCF Réseau par l'État à hauteur de 25 Md€ au 1<sup>er</sup> janvier 2020. L'État a annoncé en parallèle que cette reprise serait suivie d'une reprise complémentaire de 10 Md€ au 1<sup>er</sup> janvier 2022.

Début 2020, cette opération de reprise de dette s'est réalisée en deux temps :

- mise en place d'une dette et d'une créance miroir d'un montant nominal de 25 Md€ entre SNCF Réseau et la Caisse de la dette publique (CDP), prenant effet au 01/01/2020 ;

<sup>25</sup> Loi n° 2018-515 du 27 juin 2018 pour un nouveau pacte ferroviaire.

- substitution, en application de la loi, de l'État à SNCF Réseau en tant que débiteur vis-à-vis de la CDP, également au 01/01/2020.

Les remboursements par l'État de sa dette envers la CDP, puis par celle-ci de sa dette envers SNCF Réseau, permettront à SNCF Réseau de rembourser ses créanciers, qui ne sont pas affectés par l'opération.

En second lieu, SNCF Réseau a bénéficié d'une aide d'environ 4 Md€, dans le cadre d'un montage complexe qui a eu pour effet de ne pas alourdir l'endettement financier de l'État, voire de l'améliorer à court terme, bien que l'apport à SNCF Réseau soit considéré comme une subvention d'investissement non remboursable. Ce schéma, dénommé « opération Ambroisie », a été adopté après étude par l'APE de plusieurs variantes au cours de l'année 2020.

#### **Les modalités de l'aide apportée par l'État à SNCF Réseau**

Le groupe SNCF a bénéficié du plan de relance ferroviaire qui s'est traduit par une augmentation du capital de SNCF SA de 4,05 Md€, venue renforcer ses fonds propres.

SNCF SA a ensuite réalisé un versement sous forme de fonds de concours à l'État dédié au financement du gestionnaire d'infrastructure SNCF Réseau pour le même montant de 4,05 Md€.

En comptabilité IFRS<sup>26</sup>, ce versement a été considéré comme une distribution, faite en 2020 à l'État actionnaire, de réserves à titre de dividendes, l'État y renonçant pour l'affecter au fonds de concours destiné au financement de SNCF Réseau.

Cette somme de 4,05 Md€ sera reversée par l'État à SNCF Réseau de manière étalée dans le temps à compter de 2021. Les versements annuels seront effectués en fonction des besoins de financement des opérations de rénovation exprimés par SNCF Réseau. Ils sont comptabilisés au bilan de SNCF Réseau en subventions d'investissement lors de leur réception, soit à compter de 2021.

Au 31 décembre 2020, l'aide prévisionnelle de 4,05 Md€ est présentée en engagement reçu (hors bilan) dans les comptes du groupe SNCF.

L'augmentation de capital initiale de SNCF SA a été financée par le CAS PFE<sup>27</sup>, qui a bénéficié d'une dotation de même montant en provenance du programme budgétaire 358 – *Renforcement exceptionnel des participations financières de l'État dans le cadre de la crise sanitaire*.

<sup>26</sup> International Financial Reporting Standards

<sup>27</sup> Cour des comptes, *Note d'analyse d'exécution budgétaire sur 2020 du compte d'affectation spéciale « participations financières de l'État »*.

Ce versement n'a pas été considéré comme une dépense des administrations publiques en comptabilité nationale mais comme une opération en capital. Le reversement par SNCF SA sous forme de fonds de concours a en revanche été considéré comme une recette en comptabilité nationale, ce qui a eu pour effet d'améliorer d'autant le solde des administrations publiques en 2020.

Les mesures mises en œuvre ont permis d'améliorer sur le moyen terme la structure financière de la SNCF. La reprise de dette a également permis de réduire de 750 M€ les frais financiers de l'entreprise.

Dans le cas de SNCF réseau, la crise sanitaire a donc été l'occasion de traiter un problème qui ne présentait pas un caractère d'urgence, mais pour lequel les crédits du programme 358 sont apparus comme une solution en opportunité.

### **III - Un rôle positif joué par la CDC mais d'ampleur limitée**

La CDC, en tant qu'investisseur de long terme, est moins soumise que d'autres acteurs financiers aux aléas de la conjoncture. Elle estime en outre avoir un rôle contracyclique à jouer au service de l'économie nationale en maintenant, voire en augmentant ses investissements en période de crise. En 2020, on peut dans ces conditions distinguer deux aspects dans son rôle d'investisseur : d'une part elle a été confrontée aux besoins conjoncturels de ses filiales et de ses partenaires ; d'autre part elle a volontairement été au-delà de ce rôle pour soutenir l'économie, en étroite concertation avec l'État.

#### **A - Le soutien des filiales et des partenaires : des dispositifs utilisés au cas par cas durant la crise**

##### **1 - Des aides en trésorerie peu sollicitées**

La première urgence était d'assurer la liquidité à court terme des filiales et partenaires de la Caisse. Du fait de l'existence des prêts garantis par l'État, largement diffusés<sup>28</sup>, la trésorerie de la CDC a été relativement peu sollicitée pour soulager la trésorerie des filiales.

Une ligne de crédit de 1 Md€ a été consentie à Bpifrance au premier semestre 2020. Elle était intitulée « *Prêt à court terme à Bpifrance*

<sup>28</sup> La Compagnie des Alpes et la SCET ont sollicité des PGE.

*Participations dans le cadre du renforcement de sa mission d'investissement en capital dans les entreprises et du plan de soutien de la crise sanitaire* ». La décision a été validée par le comité des engagements de la CDC. Le prêt devait être porté par le bilan de la section générale<sup>29</sup>.

Une ligne de crédit distincte de 1 Md€ a été également consentie à Bpifrance par le Fonds d'épargne. Pour faire face à la crise sanitaire et économique, le Gouvernement a annoncé un plan de soutien massif à destination des entreprises. Dans ce cadre, Bpifrance devait mobiliser un volume important de liquidités pour soutenir la trésorerie des entreprises. Aussi, le 3 avril 2020, le Fonds d'épargne a été autorisé à octroyer, à titre exceptionnel, une ligne de trésorerie d'un montant de 1 Md€ à Bpifrance SA. Cette enveloppe a été ouverte jusqu'au 1<sup>er</sup> septembre 2021 et les prêts auront une maturité de 3 ans.

En définitive, ces lignes de crédit, qui semblent avoir été mises en place par prudence dans l'attente de la finalisation de la fusion-absorption de Bpifrance SA par Bpifrance Financement, n'ont été que peu utilisées : pas du tout pour la première, et à hauteur de 300 M€ seulement pour la seconde.

Un financement d'urgence de l'Acoss a été accordé en tout début de crise, de 17,5 Md€ en deux étapes, l'une à hauteur de 7,7 Md€ l'autre de 10 Md€. D'un montant exceptionnel, ce prêt s'inscrit dans le cadre d'une convention existante entre la CDC et l'Acoss et qui avait déjà donné lieu à des tirages plus faibles en 2019. Il a été intégralement remboursé avant la fin de l'exercice.

Une ligne de crédit de 2 Md€ a également été mise en place pour aider les bailleurs sociaux. Elle a été très peu utilisée car les locataires ont été solvabilisés par les aides déployées par l'État.

Au titre des aides de trésorerie, la CDC, par l'intermédiaire de son département « Banque des Territoires », a aidé à mettre en place des « fonds résilience » en collaboration avec les régions. Elle a également conçu un plan de soutien aux professions juridiques, incluant notamment des reports d'échéances. Ces dispositifs ont été également peu utilisés.

## **2 - L'impact significatif de la renonciation aux dividendes**

La Caisse des Dépôts, comme les autres actionnaires de ces entités, a renoncé à percevoir tout ou partie des dividendes des sociétés Egis,

---

<sup>29</sup> Les conditions de tirage étaient à la demande, par tranche de 200 M€ minimum, avec un préavis de 1 mois (sauf pour le 1<sup>er</sup> tirage où le délai a été réduit à 10 jours calendaires). La maturité était d'un 1 an moins 1 jour après la date du 1<sup>er</sup> tirage, et au plus tard le 30 septembre 2021. La rémunération était Euribor 3 mois + 50 pb avec un minimum à zéro, avec une commission d'engagement : fixe de 3 M€ due au 1<sup>er</sup> tirage.

Transdev, La Poste, Icade et CNP (cf. tableau n° 6). Il en est résulté une baisse de 400 M€ des recettes de dividendes par rapport à la prévision.

**Tableau n° 6 : révision à la baisse des dividendes perçus par la CDC en 2020**

<i>Entités</i>	<b>Montant attendu en M€</b>	<b>Montant revu en M€</b>
<i>Egis</i>	12	0
<i>Icade</i>	144	116
<i>Transdev groupe</i>	14	0
<i>La Poste</i>	163	0
<i>CNP</i>	179	0
<b>Total</b>	<b>512</b>	<b>116</b>

Source : CDC – réponses aux questionnaires de la Cour des comptes

### **3 - L'absence de recapitalisations liées à la crise**

Indépendamment de l'opération complexe liée à la restructuration du pôle financier<sup>30</sup>, la Caisse des dépôts a apporté, en 2020, 1 230 M€ à CDC Habitat sous forme d'augmentation de capital en numéraire. Il s'agit en réalité d'une augmentation de 459 M€ d'une souscription décidée antérieurement.

Cette opération apparaît liée au plan de relance plutôt qu'à la crise elle-même. Il s'agissait en effet de financer l'opération « 40 000 VEFA » (cf. *infra*).

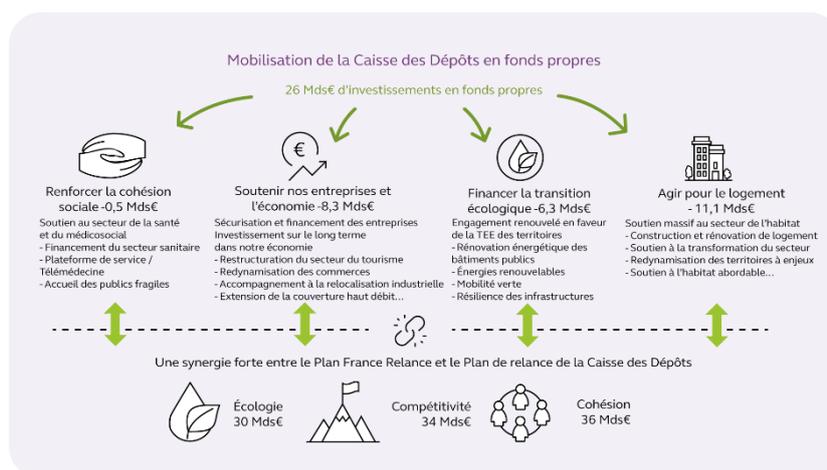
Aucune autre opération de recapitalisation significative n'a eu lieu en 2020.

## **B - La participation au plan de relance de l'économie : un impact limité sur l'exercice 2020**

Au cours de l'année 2020, la Caisse des Dépôt a élaboré un « plan de relance de la Caisse des dépôts », chiffré à 26 Md€, qui a été intégré dans le plan France Relance élaboré par le Gouvernement, chiffré lui-même à 100 Md€.

<sup>30</sup> La création du pôle public de bancassurance en 2020 a entraîné une augmentation de la valeur des participations de 1,3 Md€ : la CDC a apporté les titres qu'elle détenait dans CNP Assurances en contrepartie d'une augmentation de capital dans le groupe La Poste. Cette opération d'échange s'est accompagnée par un achat de titres complémentaires pour 1 Md€ : la CDC détient désormais 66 % du groupe La Poste. Au deuxième semestre 2020, la CDC a pris le contrôle de la SFIL par l'achat de titres pour 320 M€ ; voir *supra*.

### Schéma n° 3 : les grandes lignes du plan de relance de la Caisse des dépôts



Source : Caisse des dépôts

Ce plan de 26 Md€ ne représente en réalité qu'une augmentation de 3,3 Md€ de l'enveloppe d'investissements prévue par la Caisse sur la période 2020-2024, augmentation se répartissant comme suit :

**Tableau n° 7 : augmentation des enveloppes d'investissement prévues par la CDC dans le cadre de son plan de relance**

Variation en enveloppes	2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024
<b>Bpifrance</b>	1715	- 19	- 158	- 49	211	1700
<b>Total BDT</b>	615	531	968	559	368	3042
<i>Plan Tourisme</i>	69	138	138	138	69	552
<i>Plan de relance médico-social</i>	109	29	29	29	29	225
<i>Relance TEE</i>	27	54	81	81	81	322
<i>Relance Logement</i>	415	255	656	286	204	1815
<i>Relance Territoires</i>	60	120	130	90	50	450
<i>Redéploiement</i>	- 64	- 64	- 64	- 64	- 64	- 322
<b>Ajustement enveloppes FA</b>	- 718	- 302	- 381	- 367	- 85	- 1853
<b>GDA</b>	215	185	0	0	0	400
<b>Total</b>	1827	396	429	143	494	3289

Source : CDC – Présentation au Comité d'audit et des risques du 8 juin 2020

À l'intérieur de cette enveloppe, la contribution de Bpifrance devait représenter sur 5 ans la moitié environ de l'effort supplémentaire d'investissement, soit 1,7 Md€.

La contribution de l'activité gestion d'actifs (GDA), c'est-à-dire des investissements en actions ou produits de taux financés par la section générale et le fonds d'épargne, devait représenter 400 M€ sur 5 ans, soit 215 M€ en 2020 et 185 M€ en 2021. De nouveaux investissements dans les fonds de place, les fonds de dettes et l'immobilier étaient envisagés.

Au-delà de ces deux composantes, l'essentiel de la contribution de la Caisse était présentée sous la forme d'un plan d'action labellisé « Banque des Territoires », d'un montant total de 3 042 M€ sur 5 ans, décliné, selon les présentations, en 4 ou 5 priorités :

- la restructuration du secteur du tourisme, avec une augmentation de 0,5 Md€ des moyens dédiés à un plan de relance déjà existant pour le porter à 1,3 Md€ ;
- le soutien au secteur de la santé et du médico-social pour 0,2 Md€, regroupant diverses mesures en rapport avec ce thème, la principale étant la création d'une société foncière médico-sociale (100 M€ environ) ;
- une contribution supplémentaire à la transition écologique de 0,3 Md€, concernant notamment des bornes de recharge pour véhicules électriques, l'accélération des énergies renouvelables, la rénovation énergétique des bâtiments, la régénération du rail et de ponts ;
- un soutien au logement pour 1,8 Md€, avec une mesure phare dite « 40 000 VEFA<sup>31</sup> » représentant un investissement de 1,6 Md€ en fonds propres ;
- un axe « relance des territoires » parfois qualifié de « soutien aux entreprises », pour un total de 0,4 Md€, comprenant un effort supplémentaire de 100 M€ pour créer 100 foncières devant financer des locaux d'activité et commerces de proximité, et des investissements supplémentaires dans les infrastructures numériques (100 M€).

Si on neutralise dans le plan de relance la contribution de Bpifrance, qui n'est pas contrôlée exclusivement par la CDC, et celle de la gestion d'actifs, très dépendante du niveau des actifs à gérer, l'action contracyclique de la Caisse apparaît d'ampleur limitée, car une partie des investissements nouveaux sont financés par l'annulation d'investissements prévus antérieurement, comme l'indique le tableau n° 8.

---

<sup>31</sup> Ventes en l'état futur d'achèvement.

**Tableau n° 8 : les investissements du plan de relance de la CDC hors Bpifrance et hors gestion d'actifs**

	2020	2021	2022	2023	2024	2020-2024
<i>Tourisme</i>	69	138	138	138	69	552
<i>Médico-social</i>	109	29	29	29	29	225
<i>Transition écologique et énergétique</i>	27	54	81	81	81	322
<i>Logement</i>	415	255	656	286	204	1 815
<i>Territoires</i>	60	120	130	90	50	450
<i>Redéploiements</i>	- 782	- 366	- 445	- 431	- 149	- 2 175
<b>Total hors Bpifrance et gestion d'actifs</b>	<b>- 102</b>	<b>230</b>	<b>589</b>	<b>193</b>	<b>284</b>	<b>1 189</b>

Source : Cour des comptes d'après chiffres CDC

Les investissements annulés sont principalement ceux destinés à la croissance externe, à hauteur de 1,9 Md€ sur 5 ans.

Au total, l'effort supplémentaire réellement porté par la Caisse peut donc être estimé à 1,2 Md€ environ sur la période 2020-2024, avec une baisse de niveau d'investissement en 2020, compensée par une hausse sur les années suivantes, en particulier 2022.

Ces chiffres relativisent l'effort « contracyclique » réalisé par la Caisse, tout en montrant que la direction générale est restée prudente dans sa gestion.

## C - Un rôle spécifique dévolu au Fonds d'épargne

Sur l'année 2020, la collecte centralisée sur les livrets réglementés (livret A, livret de développement durable et solidaire, et livret d'épargne populaire) a atteint 20,4 Md€, contre 8,1 Md€ en 2019. Fin décembre 2020, l'encours des dépôts centralisés (hors intérêts courus) ressortait à 283,5 Md€ contre 263,2 Md€ l'année précédente.

Dans le cadre des plans de relance annoncés par le Gouvernement et la Caisse des Dépôts en septembre 2020, le Gouvernement a donné son accord à la Caisse pour faire évoluer les conditions des prêts accordés à partir des livrets d'épargne réglementée. Ces prêts, à destination notamment des collectivités locales, pourront désormais financer des projets prioritaires dans le cadre de la transition écologique et énergétique, la santé ou encore le tourisme. Ils soutiendront également les projets des élus en matière de transports propres, de production d'énergies renouvelables ou encore de rénovation énergétique des bâtiments publics comme les écoles.

Les principales évolutions concernant les prêts accordés sur Fonds d'épargne et qui permettent ces nouveaux usages ont été les suivantes :

- de nouvelles entités ont été autorisées à emprunter auprès du Fonds d'épargne, notamment les agences de l'eau, de grandes fondations et associations reconnues d'utilité publique qui portent des projets liés à la transition écologique et énergétique (TEE) ou les ports maritimes ;
- la part du besoin de financement pouvant faire l'objet d'un prêt peut être portée jusqu'à 100 % des besoins pour les projets liés à la TEE ;
- la tarification est plus attractive : l'ensemble des prêts sur des projets TEE éligibles, quelle qu'en soit la nature, bénéficieront d'une tarification au taux du livret A majoré de 0,6 % (TLA + 0,6 %), contre précédemment une tarification à TLA + 0,75 % ou TLA + 1,3 % selon la nature du projet.

En outre, le 3 avril 2020, le Fonds d'épargne a été autorisé par lettre du ministre de l'économie et des finances à octroyer, à titre exceptionnel, une ligne de crédit d'un montant de 1 Md€ à Bpifrance SA. Cette enveloppe a été ouverte jusqu'au 1<sup>er</sup> septembre 2021 avec des prêts ayant une maturité de trois ans. Fin décembre 2020, l'enveloppe avait été utilisée à hauteur de 300 M€.

Enfin, en octobre 2020, la Banque européenne d'investissement (BEI) a mis à disposition du Fonds d'épargne, par l'intermédiaire de la section générale de la Caisse des dépôts, deux nouvelles enveloppes pour un montant total de 1,5 Md€. La première, d'un montant de 0,5 Md€, a été mise en place pour le logement social jusqu'au 31 décembre 2023 dans le cadre du plan de relance Habitat et pour soutenir l'investissement des organismes du logement social face à la crise sanitaire de 2020. La seconde, de 1 Md€, a été ouverte pour le secteur public local jusqu'à fin octobre 2022, pour poursuivre l'accompagnement des projets territoriaux, notamment ceux dédiés à la TEE.

Si le code monétaire et financier est assez imprécis sur l'utilisation des sommes collectées sur les livrets réglementés, il semble que l'on ait été dans certains cas en 2020 (par exemple pour la ligne de crédit octroyée à Bpifrance) à la limite d'une utilisation légitime des fonds centralisés à la Caisse des dépôts au sein du fonds d'épargne<sup>32</sup>. Par ailleurs, le coût de cette ressource en provenance du Livret A (0,75 % jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2020, 0,5 % depuis) n'est pas négligeable.

---

<sup>32</sup> Le texte du III de l'article L. 221-7 du code monétaire et financier (CMF) est d'interprétation délicate : « III. – Les sommes centralisées en application de l'article L. 221-5 ainsi que, le cas échéant, le produit des titres de créances et des prêts mentionnés au II du présent article sont employés en priorité au financement du logement social. Une partie des sommes peut être utilisée pour l'acquisition et la gestion d'instruments financiers définis à l'article L. 211-1 », mais il est à lire à la lumière du IV du même article : « IV. – Les emplois du fonds d'épargne sont fixés par le ministre chargé de l'économie. [...] ». L'article L. 211-1 du CMF vise les titres financiers (titres de capital émis par les sociétés par actions, titres de créance, parts ou actions d'organismes de placement collectif.) et les contrats financiers (instruments financiers à terme).

Fin 2020, le Fonds d'épargne a été obligé de puiser dans sa réserve « fonds pour risques bancaires généraux » à hauteur de 670 M€ pour dégager un résultat net positif (210 M€) et couvrir un déficit de fonds propres, qui compte tenu du modèle prudentiel utilisé par la CDC, s'établissait à 415 M€.

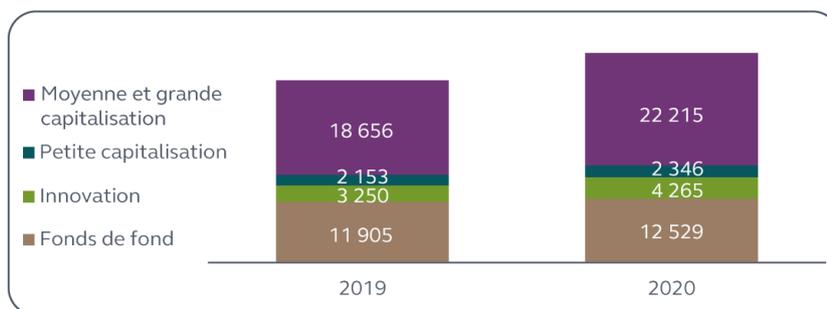
## IV - Une forte mobilisation de Bpifrance sur l'ensemble de ses métiers

Que ce soit au travers de ses activités pour compte propre ou de celles pour compte de tiers, Bpifrance a été très active au cours de la crise sanitaire en tant qu'opérateur de l'État au service des entreprises, sur ses deux principales activités : le métier de prises de participations et celui du financement des entreprises.

### A - Des actifs sous gestion en croissance en 2020

Concernant le métier de prises de participations, les actifs sous gestion de Bpifrance ont été en croissance tant pour l'activité en compte propre que pour le compte de tiers, pour atteindre au total 41,6 Md€ en 2020. Les actifs gérés en compte propre atteignent plus de 33 Md€, en croissance de 2,6 Md€ (soit + 8,5 %). Les actifs gérés pour compte de tiers ont augmenté de près de 3 Md€ en 2020 pour atteindre 8,5 Md€ (soit + 51,8 %). Les actifs sous gestion ont progressé principalement sur le segment participations dans les ETI et grandes entreprises, comme l'illustre le graphique n° 2.

**Graphique n° 2 : décomposition des actifs sous gestion de Bpifrance par métiers (en Md €)**



Source : rapport annuel Bpifrance, mars 2021

Le métier « moyennes et grandes capitalisations », qui recouvre les ETI et grandes entreprises, est demeuré de ce fait prépondérant avec 22,2 Md€ sous gestion en 2020 (+ 3,5 Md€ par rapport à 2019).

Il est suivi par le métier « fonds de fonds » avec 12,5 Md€ (+ 624 M€ par rapport à 2019). Dans le contexte de crise, le niveau des souscriptions a atteint un montant record de 1,2 Md€ en 2020.

Le métier « innovation » (principalement amorçage, capital risque dans les start-ups) a représenté 4,2 Md€ en 2020, en forte croissance (+ 1 Md€ par rapport à 2019).

Le segment des « petites capitalisations » représente seulement 2,3 Md€ des actifs sous gestion (soit 5,5 % du total).

## **B - Un portefeuille qui n'a nécessité qu'un nombre limité d'interventions en capital**

Du fait de la bonne résistance globale de ses participations, Bpifrance n'a pas eu à mener beaucoup d'opérations de soutien significatives, à l'exception de son implication dans deux opérations structurantes concernant Vallourec et Technicolor. Dans les deux cas, la crise n'a fait qu'accentuer des difficultés préexistantes dans un contexte d'endettement élevé, et n'a pas conduit Bpifrance à des interventions majeures.

### **La restructuration de Vallourec**

Bpifrance était début 2020 actionnaire à hauteur de 15 % de Vallourec, participation héritée du FSI en 2009. Du fait de la crise, le chiffre d'affaire de Vallourec a baissé de 22 % en 2020 à 3 242 M€, avec un recul de 27 % de son activité dans le marché « Pétrole et gaz, pétrochimie » (73 % de son CA 2019), très affecté par la crise sanitaire. Le résultat d'exploitation a reculé de 985 M€. Après une perte nette de 338 M€ en 2019, la société Vallourec a enregistré une nouvelle perte de 1,2 Md€ en 2020. Les capitaux propres du groupe sont devenus négatifs (- 187 M€) en raison principalement de la perte de l'exercice. L'endettement financier net, déjà très élevé, a progressé de 184 M€ pour atteindre 2,2 Md€ en 2020 soit plus de huit fois l'Ebitda. Les flux de trésorerie sont restés légèrement positifs mais insuffisants pour couvrir les besoins de financement.

Dans ce contexte, l'action a perdu 75 % de sa valeur en un an et Vallourec a dû amorcer une restructuration importante. La société a poursuivi ses mesures d'économie (165 M€ en 2020) et engagé de nouvelles mesures en 2020, avec principalement des réductions d'effectifs de 900 postes en Amérique du nord et de 350 postes en France, incluant la fermeture des installations de traitement thermique de Déville.

Vallourec a pu conclure un accord de principe avec ses principaux créanciers le 3 février 2021 afin de réduire son endettement *via* la conversion d'une partie significative de sa dette en capital. L'accord prévoit notamment un désendettement important de 1 800 M€ au travers :

- d'une augmentation de capital de 1 331 M€ réservée aux créanciers (autres que les banques commerciales) ;

- d'une augmentation de capital de 300 M€ ouverte aux actionnaires existants et garantie par les créanciers (autres que les banques commerciales), dont 20 M€ à souscrire par Bpifrance ;

- d'un abandon de créances des banques commerciales de 169 M€.

Par ailleurs, un refinancement de la dette résiduelle est prévu avec le concours notamment d'un prêt garanti par l'État de 262 M€ et d'un nouvel emprunt obligataire senior de 1 023 M€.

La mise en œuvre de cet accord de principe est intervenue à la fin du premier semestre 2021 après approbation par la majorité des deux tiers de l'assemblée générale des actionnaires, et du tribunal de commerce de Nanterre dans le cadre d'une procédure de sauvegarde. Au terme de cette opération, Bpifrance, qui a accompagné cette opération sans souscrire significativement à l'augmentation de capital, devait voir sa participation ramenée de 15 % à 2,3 %.

Au total, sur un investissement brut cumulé de 694 M€ fin 2020, Bpifrance a été amenée à procéder à des dépréciations pour un montant de 647 M€, dont 140 M€ en 2020. La valeur nette de son investissement dans Vallourec n'était plus que de 47 M€ fin 2020.

Les autres opérations significatives menées en 2020 et début 2021 par Bpifrance ne sont, pour certaines d'entre elles, qu'en partie liées à la crise sanitaire :

- Bpifrance a participé à l'opération de restructuration financière de Technicolor, en souscrivant à une augmentation de capital à hauteur de 25 M€ ainsi qu'à une dette super-senior à hauteur de 20 M€ ;
- Bpifrance a participé à un apport de quasi-fonds propres à Mécachrome en mai 2020 de 16,7 M€ sur un total de 50 M€, aux côtés de Aerofund géré par Ace Capital Partners ;
- la société n'a pas fait l'objet d'une opération de soutien dans le cadre de la crise, mais Bpifrance a investi environ 80 M€ dans TechnipEnergie, filiale de TechnipFMC à l'occasion de son introduction en bourse ;

- Bpifrance (à travers le fonds FIT 2) est intervenu une première fois en juillet 2020 à hauteur de 8,4 M€ pour maintenir la capacité financière du groupe Voyageurs du monde face à la crise liée à la covid 19. Puis, début 2021, une nouvelle opération de 204 M€ a été réalisée par les actionnaires historiques et l'arrivée au capital du fonds américain Certares. Bpifrance a participé à ce nouveau tour de table à hauteur de 19,6 M€ ;
- le 4 janvier 2021, les actionnaires de Fiat Chrysler automobile (FCA) et de PSA ont validé le projet de fusion des deux constructeurs automobiles donnant naissance au 4<sup>ème</sup> groupe automobile mondial, Stellantis dont la valorisation boursière atteignait près de 40 Md€ lors de l'introduction en bourse. Dans le cadre de cette opération, Bpifrance a échangé ses actions PSA contre des actions Stellantis.

### C - Un volume de crédits très élevé

Durant la crise, Bpifrance a augmenté significativement l'encours de ses crédits qui est passé de 39,7 Md€ en 2019 à 44,4 Md€ en 2020. Cela a résulté d'une mobilisation très active des équipes de Bpifrance, notamment dans le cadre d'un plan de soutien covid. Cette augmentation a aussi été permise par la garantie accordée par l'Epic Bpifrance qui facilite le refinancement de l'activité de crédit.

#### La garantie apportée par l'Epic Bpifrance

L'Epic Bpifrance, coactionnaire à parité avec la CDC de Bpifrance SA à hauteur de 49,2 % du capital, remplit une mission de garantie des émissions effectuées par Bpifrance, société de tête du groupe Bpifrance. Cette garantie a une forte valeur juridique, étant autonome, à première demande et inconditionnelle.

Le plafond de garantie des émissions obligataires *Euro medium term note* (EMTN) de Bpifrance a été rehaussé par le conseil d'administration de l'Epic Bpifrance en mai 2020, afin de permettre une augmentation du plafond légal du programme obligataire, de 35 Md€ à 45 Md€. Au 31 décembre 2020, l'encours des engagements en garantie de Bpifrance s'élevait à 31,5 Md€ de nominal au titre des emprunts obligataires EMTN.

Ce programme EMTN a représenté 96 % du refinancement à moyen terme effectué en 2020 par Bpifrance. Il bénéficie de la notation de l'Epic : Aa2 pour Moodys et AA pour Fitch, du fait de la garantie octroyée par ce dernier. De ce fait, Bpifrance, banque de promotion économique et agence de l'État (selon la classification BCE), jouit d'une garantie implicite de l'État.

La Cour a contesté le rôle de l'Epic Bpifrance dans son rapport de novembre 2016 consacré à Bpifrance<sup>33</sup>. Elle observait qu'il ne constituait qu'un organisme intermédiaire permettant à l'État de s'affranchir de certaines règles et notamment d'octroyer, de manière irrégulière, la garantie de l'État sur la dette de Bpifrance, sans passer par une loi de finances. La Cour recommandait alors d'inscrire la garantie octroyée à Bpifrance en loi de finances et dans les engagements hors bilan de l'État. La situation n'a pas évolué et cette recommandation reste d'actualité.

Alors que le dispositif de prêts garantis par l'État (PGE) n'était pas encore en place, Bpifrance a lancé une gamme de prêts sans garantie, les « prêts Atout ». Ces prêts varient entre 10 000 € et 30 M€ avec des durées de remboursement de 3 à 5 ans, un différé de remboursement de 12 mois et des taux de 2 à 2,5 %.

Parallèlement, le « Prêt Rebond » a été aussi très rapidement lancé avec les régions. Sa durée est de 7 ans avec un différé de remboursement de 2 ans et un taux égal à zéro grâce à une bonification. Son montant va de 10 000 à 300 000 euros. Le Prêt Rebond a été déployé dans quasiment toutes les régions qui ont doté des fonds de Bpifrance (pour des montants de 5 à 50 M€ pour la région Auvergne-Rhône-Alpes).

Bpifrance a aussi joué un rôle majeur dans la distribution des PGE, distribués par les banques avec une prise de risque limitée à 10 %, la garantie de l'État couvrant 90 % de ces prêts.

### **Le rôle de Bpifrance dans la distribution des PGE**

Le rôle de Bpifrance dans ce dispositif est triple. Il s'agit, d'une part, de s'assurer que les entreprises n'effectuent pas de double demande. À cette fin, Bpifrance délivre une attestation et un numéro unique, qui permet aussi de disposer de statistiques quotidiennes très précises. D'autre part, c'est par Bpifrance que transite la garantie qu'elle gère pour le compte de l'État. En cas de défaut de l'emprunteur, les banques feront appel à Bpifrance pour activer la garantie de l'État.

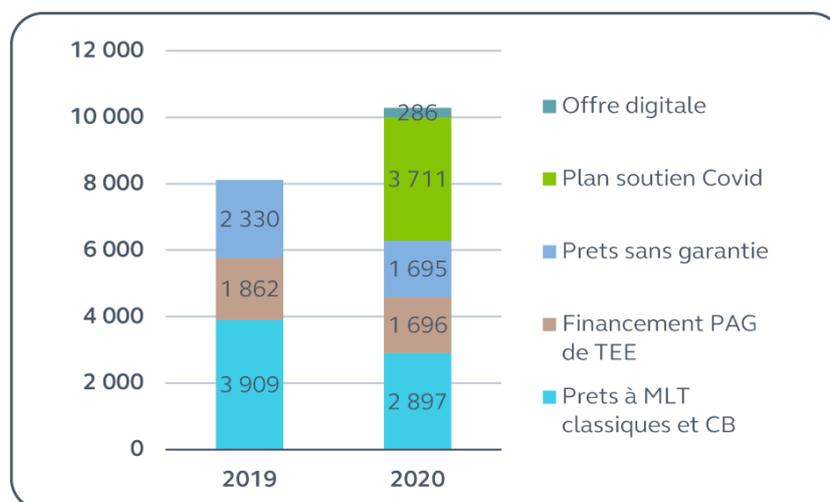
Il ne s'agit pas d'une garantie à première demande, ce qui impose à Bpifrance de vérifier que des diligences suffisantes ont été engagées par la banque pour tenter de récupérer les fonds remboursables, avant de mobiliser la garantie de l'État. Enfin, Bpifrance distribue en direct des PGE, au même titre que les treize plus grandes banques françaises.

<sup>33</sup> Cour des comptes, *Bpifrance : une mise en place réussie, un développement à stabiliser, des perspectives financières à consolider*, Rapport public thématique, novembre 2016.

Bpifrance fournit une prestation pour le compte de l'État. Les modalités de la rémunération de Bpifrance pour cette prestation débutée en urgence n'ont été que tardivement définies par une convention avec l'État qui précise les missions dévolues par l'État à Bpifrance et les qualifie d'intervention en quasi régie pour le compte de l'État.

Il ressort de l'analyse de l'activité de financement de Bpifrance en 2020 une forte augmentation de l'encours de prêts, en particulier concernant les crédits à moyen et long terme qui s'élèvent à 10,3 Md€ contre 8,1 Md€ en 2019 (+ 27 %). Un effet de substitution important a joué, comme l'illustre le graphique n° 3, entre, d'une part, les prêts classiques (en baisse de plus de 1 Md€) et les prêts sans garanties (en baisse de 567 M€) et, d'autre part, les prêts classés par Bpifrance sous l'appellation « plan de soutien covid », pour un montant de plus de 3,7 Md€.

**Graphique n° 3 : le financement moyen et long terme assuré par Bpifrance (en M€)**



Source : Présentation des comptes annuels Bpifrance au conseil d'administration, mars 2021

---

## CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

---

*Dans le contexte très particulier de la crise sanitaire, les entités en charge de la gestion des participations de l'État ont été très vite mobilisées. Elles ont présenté et mis en œuvre des mesures permettant d'assurer à court terme la continuité des entreprises à participation publique.*

*Compte tenu de la difficulté de mesurer d'emblée les impacts de la crise, et par prudence, les moyens mobilisés ont été dimensionnés largement et leur utilisation significativement inférieure aux enveloppes ouvertes.*

*Pour l'essentiel, les mesures de mises en œuvre ont été prises à l'initiative de l'APE, dans une étroite collaboration avec la direction générale du Trésor et la DGE. Elles ont été déterminantes en particulier pour assurer la continuité de l'activité d'Air France-KLM et de Renault. Leur lien avec la crise sanitaire apparaît indiscutable pour la plupart d'entre elles, avec néanmoins une interrogation dans le cas de la SNCF où les financements accordés au titre du plan d'urgence ont en réalité été rendus immédiatement à l'État et ne seront remis à disposition de l'entreprise que progressivement sur les années à venir.*

*La Cour relève également les inconvénients résultant d'un portage des titres EDF partagé entre l'APE et l'Epic Bpifrance, qui a rendu inutilement complexe l'opération, par ailleurs justifiée, de renforcement des fonds propres de l'entreprise.*

*La CDC a également mis en place rapidement des mesures pour soutenir ses filiales et l'économie en général, mais leur ampleur est restée modeste, sans doute aussi car les filiales du groupe étaient globalement moins exposées.*

*Bpifrance enfin a joué un rôle actif tant dans son activité de financement que dans son activité de participations, même si en définitive elle n'a pas eu à participer à de nombreuses opérations de soutien significatives.*

*Dans ce contexte, la Cour formule les recommandations suivantes :*

- 1. supprimer à brève échéance le programme budgétaire 358 – Renforcement exceptionnel des participations financières de l'État dans le cadre de la crise sanitaire de la mission Plan d'urgence face à la crise sanitaire. (DB)*
  - 2. Réunifier la gestion des titres EDF par une reprise par l'APE des titres apportés en dotation à l'Epic Bpifrance. (APE)*
-



## **Chapitre II**

### **Des conséquences financières significatives en 2020**

Les interventions de l'État actionnaire avaient pour but de soutenir des entreprises à participation publique fragilisées par la crise sanitaire. La Cour s'est attachée dans un premier temps à évaluer l'ampleur de ses conséquences sur leur chiffre d'affaires, leur résultat et leurs fonds propres (I), puis de mesurer le coût budgétaire des mesures prises et des manques à gagner pour l'État (II). En dernier lieu, elle a tenté d'appréhender l'impact de la crise sur la valeur du patrimoine constitué des participations financières de l'État (III).

#### **I - Un impact financier sur les entreprises, variable selon les secteurs concernés**

Le portefeuille des participations directes et indirectes de l'État est très large et diversifié. Il a été affecté par une crise sanitaire qui a eu un impact sur l'ensemble de l'économie mondiale. Compte tenu des spécialisations des différents pôles publics incarnant la fonction d'actionnaire, il existe des différences notables entre les entreprises à participation publique du portefeuille de l'APE (A), celles du portefeuille de la CDC (B) et celles relevant de Bpifrance (C).

## A - Les participations gérées par l'APE : le prix d'une exposition forte aux secteurs du transport et de l'énergie

### 1 - Des résultats généralement très dégradés

Le portefeuille géré par L'APE a été particulièrement exposé du fait de l'impact de la crise sanitaire sur plusieurs grandes entreprises de son portefeuille dans les secteurs de l'énergie, des transports et de l'aéronautique.

Le tableau n° 9 montre qu'à l'exception de certaines entreprises bénéficiant de commandes militaires, en particulier Thales, les sociétés des secteurs du transport, de l'énergie et de l'aéronautique ont enregistré des fortes baisses de leur résultat opérationnel et un résultat net négatif.

**Tableau n° 9 : résultats des principales participations de l'APE en 2019 et 2020 en M€**

<i>Entreprises</i>	<b>CA 2019</b>	<b>CA 2020</b>	<b>Résultat net 2019</b>	<b>Résultat net 2020</b>
<i>Safran</i>	25 098	16 631	2 512	386
<i>Airbus (Via Sogepa)</i>	70 478	49 912	- 1 325	- 1 169
<i>Thales (Via Tsa Et Epic Bpifrance)</i>	18 401	16 989	1 146	492
<i>Électricité De France – EDF</i>	71 347	69 031	5 182	615
<i>Engie ( Ex Gdf Suez)</i>	60 058	55 751	1 649	- 893
<i>Renault (Sa)</i>	55 537	43 474	19	- 8 046
<i>Aéroports de Paris Sa – Adp</i>	4 700	2 137	637	- 1 516
<i>Air France-KLM</i>	27 189	11 088	293	- 7 083
<i>RATP</i>	5 704	5 523	139	- 132
<i>Sncf - Epic de tête et filiales</i>	35 120	29 975	- 773	- 3 448

*Source : Cour des comptes d'après résultats publiés des entreprises. Le résultat net correspond au résultat de l'ensemble consolidé.*

La situation la plus critique a concerné le secteur du transport. De lourdes pertes ont été enregistrées en 2020 par Air France-KLM (7 Md€), le groupe SNCF (3 Md€), et ADP (1,5 Md€).

Airbus a enregistré une baisse de plus de 20 Md€ de son chiffre d'affaires en 2020 et un résultat net négatif. Mais la solidité de son bilan (les capitaux propres part du groupe sont en légère progression pour atteindre 6,4 Md€ en 2020) et le niveau élevé de trésorerie nette (4,3 Md€) résultant notamment des prêts souscrits en 2020 ont dispensé Airbus de solliciter ses actionnaires.

EDF a enregistré une baisse mesurée de son chiffre d'affaires, mais beaucoup plus forte de son résultat opérationnel (qui est passé de 6,7 Md€ en 2019 à 3,8 Md€ en 2020) alors que le groupe se trouve confronté à la nécessité de financer des investissements élevés. Le secteur de l'énergie matières premières a aussi souffert à travers Engie, qui enregistre une perte de 0,9 Md€.

Dans l'industrie, Renault a enregistré une perte historique de 8 Md€ en 2020, qui provient à hauteur de 5 Md€ de sa participation dans Nissan.

## **2 - Des fonds propres combinés en baisse de 8 % environ, après retraitement d'effets de périmètre**

L'APE publie des comptes combinés pour donner une image économique de la fonction d'État actionnaire. La particularité des comptes combinés réside dans la présentation des fonds propres. Ces derniers représentent le cumul des capitaux propres des entités et de leurs filiales consolidées et ne correspondent donc pas à la part de la valeur de l'ensemble qui revient à l'État actionnaire. Treize entités non contrôlées sont incluses dans la combinaison en utilisant la méthode de la mise en équivalence (Airbus, Air France-KLM, Dexia, Engie, Eramet, Naval Group, La Française des Jeux, Orange, Renault, Safran, Semmaris, Thales et La Poste à compter du 4 mars 2020).

Les fonds propres des entreprises relevant du périmètre de l'APE ont progressé de 6,8 Md€ en 2020 pour s'établir à 117,9 Md€. Cette progression est en apparence contradiction avec un résultat net négatif de 6,8 Md€.

En effet, des opérations exceptionnelles réalisées en 2020 et indépendantes de la crise sanitaire sont venues modifier sensiblement les fonds propres combinés. La reprise par l'État de 25 Md€ de dettes de la SNCF conjuguée à la transformation du groupe SNCF a eu pour effet d'augmenter les fonds propres combinés du même montant. À l'inverse, des variations de périmètre ont eu pour effet la diminution de 9,5 Md€ des fonds propres combinés, il s'agit ici principalement de la cession d'une partie des titres de La Poste et de la SFIL dans le cadre de la création du grand pôle financier public.

Au total, si on neutralise en 2020 l'effet de la reprise de dette et de l'augmentation de capital de la SNCF, ainsi que les autres effets de périmètre, la valeur des participations gérées par l'APE a baissé de près de 8 %, soit une amputation du patrimoine de l'État de 8,6 Md€ environ.

**Tableau n° 10 : variation des capitaux propres combinés du sous-ensemble suivi par l'APE hors effets de périmètre (en M€)**

	Capitaux propres – part du groupe 2019	Capitaux propres – part du groupe 2020	Variation en 2020 (M€)	Variation en 2020 (%)
<i>Total avant retraitement</i>	111 093	117 915	6 822	6,14
<i>Variation de périmètre</i>		9 550		
<i>Opération en capital de SNCF</i>		- 25 000		
<i>Total après retraitement</i>	111 093	102 465	- 8 628	- 7,77

Source : comptes combinés de l'APE au titre de l'exercice 2020.

Ce sont les pertes enregistrées dans le secteur des transports et de l'énergie qui ont le plus fortement contribué à cette diminution des fonds propres.

## **B - La CDC et ses participations : une résilience liée aux métiers exercés**

Compte tenu de la très grande variété de ses participations, la Caisse des dépôts a été exposée de diverses manières à la crise sanitaire.

### **1 - Des filiales moins affectées**

L'évolution du résultat opérationnel des principales filiales de la CDC entre 2019 et 2020 témoigne d'un impact assez limité de la crise, comme l'illustre le tableau n° 11 :

**Tableau n° 11 : résultats des principales filiales de la CDC et du Groupe en 2019 et 2020<sup>34</sup>**

En M€	Résultat opérationnel			Résultat net		
	2019	2020	Résultat/ CA 2020	2019	2020	Résultat/ CA 2020
<i>Bpifrance</i> <sup>35</sup>	742	- 163	- 19,2 %	1 004	- 140	- 16,5 %
<i>La Poste</i>	889	3 149	10,1 %	835	2 660	8,5 %
<i>SFIL</i>	63	62	34,4 %	50	44	24,4 %
<i>CDC Habitat</i>	207	244	45,1 %	110	133	24,6 %
<i>Icade</i>	451	184	12,8 %	338	63	4,4 %
<i>Compagnie des Alpes</i> <sup>36</sup>	105	- 106	- 17,2 %	71	- 110	- 17,9 %
<i>Transdev</i>	135	- 58	- 0,9 %	53	- 112	- 1,7 %
<i>SCET</i>	- 6	- 7	- 31,8 %	- 5	- 9	- 41,8 %
<i>Egis</i>	85	82	7,7 %	56	47	4,4 %
<i>Groupe CDC</i>	1 815	- 339	- 1,0 %	2 363	410	1,2 %

Source : États financiers consolidés des filiales et de la CDC. Pour les établissements financiers, le résultat d'exploitation est donné au lieu du résultat opérationnel et le produit net bancaire au lieu du chiffre d'affaires.

Certaines filiales ont donc montré une résilience remarquable en 2020 : c'est le cas de SFIL, de CDC Habitat, et d'Egis. La situation de la société Services, conseil, expertises et territoires (SCET) est particulière, car si son résultat opérationnel ne s'est pas fortement dégradé en 2020, il était déjà négatif en 2019 et la crise a freiné son retour éventuel à l'équilibre. Ces sociétés appartiennent aux secteurs de financement de long terme des collectivités, de l'habitat et de l'ingénierie de projets publics, relativement préservés par la crise sanitaire.

D'autres filiales ont senti l'impact de la crise sur leurs comptes, mais la dégradation de leur situation est restée modérée au regard de leur chiffre d'affaires ou de leur bilan. C'est le cas de Transdev, société opérant dans le secteur des transports collectifs, dont le résultat opérationnel est devenu légèrement négatif et le résultat net plus sensiblement. C'est également le cas dans une certaine mesure de Bpifrance, dont les résultats, aussi bien

<sup>34</sup> Les résultats des filiales sont ceux de leurs comptes consolidés. Les résultats du Groupe CDC sont donnés à titre de rappel. Le résultat net correspond au résultat de l'ensemble consolidé.

<sup>35</sup> Les comptes 2019 de Bpifrance correspondent aux comptes consolidés 2019 dont la tête de groupe était la société BPI SA.

<sup>36</sup> Clôture annuelle au 30 septembre 2020 ne reflétant que les effets du premier confinement.

opérationnel que net, sont devenus négatifs, ce qui représente une proportion importante de son produit net bancaire (PNB), mais avec un impact relativement limité sur son bilan ou ses fonds propres<sup>37</sup>.

Le cas de La Poste est particulier, car l'opération de restructuration de son capital intervenue en 2020 l'a amenée à enregistrer une forte plus-value résultant de la différence importante entre l'actif net de CNP Assurances, tel que valorisé dans les comptes de la Banque Postale et de la CDC, et la valeur boursière des titres CNP au jour de l'opération. Cette plus-value a masqué largement l'effet de la crise sanitaire sur ses résultats 2020. Hors incidence de l'apport des titres CNP Assurance, le résultat d'exploitation de La Poste est passé de 889 M€ en 2019 à 142 M€ en 2020 (- 84 %) et le résultat net part du groupe de 822 M€ à - 1 516 M€, soit un déficit représentant 4,9 % de son chiffre d'affaires. L'analyse sectorielle montre que c'est la branche Services/courrier/colis qui est principalement responsable de cette dégradation, du fait de la baisse accélérée du chiffre d'affaires courrier, que n'a pas suffi à compenser la bonne performance de la branche logistique GeoPost.

Enfin, l'incidence de la crise a été particulièrement forte sur la Compagnie des Alpes, qui a constaté en 2020 des pertes, opérationnelle et nette, représentant environ 18 % de son chiffre d'affaires, ce qui s'explique par son exposition très forte au secteur des loisirs (stations de ski, parcs d'attraction). Cette situation, arrêtée au 30 septembre 2020 (clôture annuelle), ne reflète par ailleurs que les effets du premier confinement. La perte opérationnelle a été encore supérieure sur l'exercice 2020-2021, dépassant 50 % du chiffre d'affaires annuel.

## **2 - Un résultat consolidé négatif hors éléments exceptionnels**

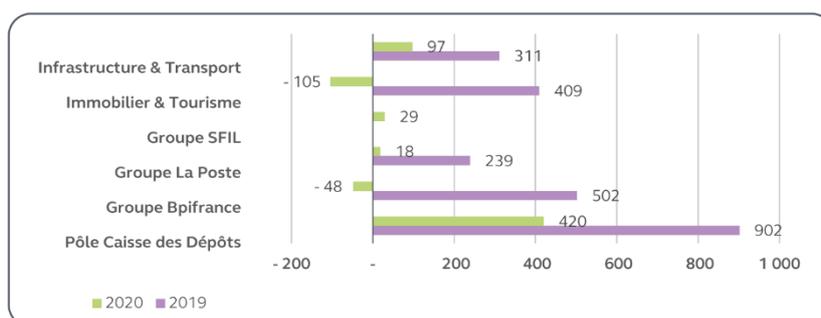
Au total, le groupe CDC a dégagé en 2020 un résultat net de 410 M€, en baisse de près de 2 milliards d'euros sur 2019 (2 363 M€). Retraité des éléments exceptionnels liés à la prise de contrôle du groupe La Poste/CNP<sup>38</sup>, le résultat net part du groupe s'établit à - 431 M€ en baisse de 3,1 Md€. Ce retraitement n'a pas d'incidence sur les fonds propres du groupe CDC mais la lecture du résultat s'en trouve largement transformée. Le graphique n° 4 donne la contribution de chaque secteur au résultat net du groupe.

---

<sup>37</sup> Voir ci-après les commentaires détaillés sur la situation de Bpifrance.

<sup>38</sup> Au moment de l'acquisition, les actifs et passifs ont enregistré à la juste valeur, les gains latents stockés dans les capitaux propres avant l'acquisition (1,3 Md€ relatif à CNP) ont été reclassés en résultat.

#### Graphique n° 4 : contributions sectorielles au résultat net consolidé du groupe CDC (en M€)



Source : Cour des comptes, d'après comptes consolidés 2020 du groupe. Les contributions incluent des éléments exceptionnels.

Cette analyse confirme globalement ce que laissait entrevoir le résultat de chacune des grandes filiales, avec certains écarts liés aux règles de consolidation mises en œuvre par la CDC. L'ensemble des secteurs a souffert de la situation particulière de 2020. Les principaux secteurs contributeurs à la baisse du résultat net de la Caisse entre 2019 et 2020, voisine de 3 Md€ hors effets exceptionnels de première intégration, sont :

- Immobilier et Tourisme : - 514 M€ ;
- Groupe Bpifrance : - 550 M€ ;
- Pôle Caisse des Dépôts<sup>39</sup> : - 482 M€ ;
- Groupe La Poste : - 1 615 M€ hors effets exceptionnels liés à la première intégration dans les comptes.

S'agissant de la section générale, la baisse de la contribution est liée à la non récurrence de cessions exceptionnelles réalisées en 2019, à la baisse de valorisation de certains actifs (dont certaines participations non consolidées de la Banque des territoires) mais surtout à la contraction des dividendes des activités de gestion d'actifs (- 275 M€).

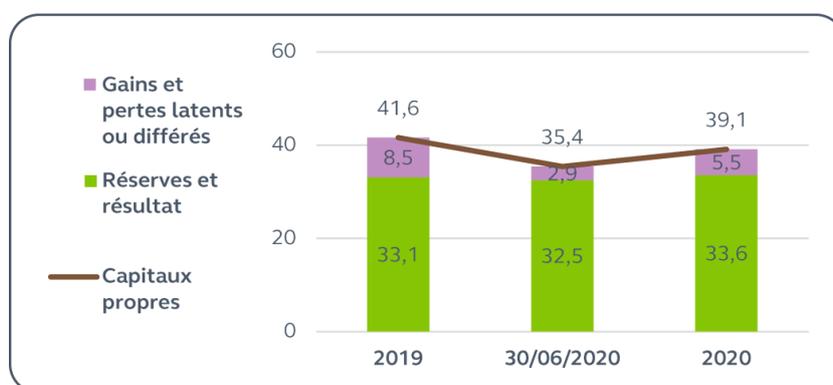
La crise a eu des effets sur le résultat mais aussi directement sur les capitaux propres du groupe.

<sup>39</sup> Le pôle Caisse des dépôts comprend l'ensemble des activités traditionnelles de la CDC, à l'exclusion des grandes participations stratégiques.

### 3 - Une perte de fonds propres de 3 Md€, dont 2,5 Md€ pour la section générale

Du point de vue des comptes consolidés de la CDC, pour la seule section générale, la valeur des fonds propres était de 41 644 M€ fin 2019. Elle a été amputée de 2 558 M€ en 2020 pour revenir à 39 086 M€.

**Graphique n° 5 : évolution des fonds propres de la CDC (section générale) entre 2019 et 2020 (en Md€)**



Source : Cour des comptes d'après comptes consolidés de la CDC

La diminution des fonds propres résulte de la valorisation des gains et pertes latents ou différés, en baisse de 3 Md€ environ, alors que les éléments liés au résultat et aux réserves augmentent globalement de 0,5 Md€<sup>40</sup>.

La diminution des éléments latents ou différés résulte directement de la baisse des cours de bourse, elle-même liée à la crise sanitaire, à l'exception d'un montant de 1,3 Md€ lié à l'opération de prise de contrôle de La Poste.

Les fonds propres comptables du Fonds d'épargne géré par la Caisse pour le compte de l'État ont quant à eux évolué comme suit en 2020 :

<sup>40</sup> L'opération d'apport des titres CNP à La Poste a conduit à transférer en résultat consolidé 1,3 Md€ de gains latents. Ce transfert n'a pas d'incidence sur les capitaux propres puisqu'il a diminué la valeur du latent mais augmenté le résultat consolidé.

**Tableau n° 12 : éléments caractéristiques du bilan  
du Fonds d'épargne en 2020 (en M€)**

	<b>2019</b> (en M€)	<b>S1 2020</b> (en M€)	<b>2020</b> (en M€)	<b>Variation</b> (en M€)	<b>Variation</b> (en %)
<i>Capitaux propres</i>	6 199	5 641	6 409	210	3,4
<i>Fonds pour risques bancaires généraux</i>	5 917	5 917	5 247	- 670	- 11,3
<i>Dépôts</i>	263 200	279 900	285 000	21 800	8,3
<i>Total du bilan</i>	288 404	305 658	312 502	24 098	8,4

Source : comptes 2020 sociaux du fonds d'épargne, normes françaises

Si les capitaux propres du Fonds d'épargne ont augmenté de 210 M€, le fonds pour risques bancaires généraux, qui dans sa nature est proche de fonds propres, a diminué de 670 M€, utilisés pour lisser le résultat. La somme des deux postes a donc diminué de 460 M€ (- 3,8 %), ce qui peut être compris comme la valeur de la baisse du patrimoine de l'État au titre du Fonds d'épargne en 2020. Ce chiffre n'est toutefois pas directement comparable à la baisse des fonds propres de la section générale, dans la mesure où les normes comptables utilisées pour la section générale (IFRS) et pour le Fonds d'épargne (normes sociales françaises) sont différentes.

Au total, l'impact de la crise sanitaire sur la valeur de l'ensemble constitué de la section générale et du Fonds d'épargne, mesuré par l'évolution de leurs fonds propres ou assimilés en 2020, peut donc être estimé à 3 Md€, dont 2,5 Md€ pour la section générale et 0,5 Md€ pour le Fonds d'épargne.

## C - Bpifrance et ses participations : un impact financier notable

### 1 - Un impact significatif, bien que plus limité que prévu, sur les résultats consolidés 2020

L'impact de la crise sanitaire sur l'activité de Bpifrance a fait l'objet d'évaluations très différentes entre le budget révisé (effectué après les comptes semestriels 2020 suite au premier confinement, qui s'écarte très fortement du budget initial), et le résultat finalement constaté après le terme de l'exercice, comme l'illustrent les comptes (cf. tableau n° 13). Le résultat final, négatif à hauteur de 121 M€, est en fort recul de plus de 1,1 Md€ par rapport à 2019, mais bien moins qu'anticipé au premier semestre.

**Tableau n° 13 : résultats 2020 de Bpifrance anticipés et réels**

<i>Compte de résultat</i>	<b>2019 Réal (en M€)</b>	<b>2020 Budget (en M€)</b>	<b>2020 Révisé (en M€)</b>	<b>2020 Réal (en M€)</b>
<i>Produit net bancaire</i>	1 454	1 364	439	1 239
<i>dont Pôle Investissement</i>	652	595	- 352	427
<i>dont Pôle Financement</i>	811	797	836	848
<i>Charges d'exploitation</i>	- 711	797	- 823	- 793
<i>Résultat brut d'exploitation</i>	742	567	- 384	446
<i>Coût du risque</i>	- 83	- 146	- 482	- 462
<i>Risques avérés</i>	- 68	- 116	- 147	- 133
<i>Risques attendus</i>	- 15	- 30	- 335	- 328
<i>Résultat d'exploitation</i>	660	420	- 866	- 15
<i>Contribution des MEE</i>	456	427	- 932	- 124
<i>Résultat net avant impôts</i>	1 116	848	- 1 798	- 139
<i>dont Pôle Investissement</i>	895	756	- 1 550	65
<i>dont Pôle Financement</i>	241	134	- 189	- 163
<i>Impôts</i>	- 97	- 94	114	18
<i>Résultat net</i>	1 018	746	- 1 684	- 121

*Source : Cour des comptes d'après comptes consolidés présentés au CA de Bpifrance, mars 2021*

Le produit net bancaire, bon reflet du niveau d'activité de Bpifrance, a finalement baissé de 14,7 % en 2020 pour atteindre près de 1,24 Md€. Il a néanmoins cru sur le pôle financement de 4,6 % du fait d'une intense activité de production de crédits dans le contexte de la crise sanitaire. Le résultat a connu un redressement notable sur la seconde partie de l'année, passant de - 1,26 Md€ au premier semestre à + 1,14 Md€ au second semestre du fait notamment d'une remontée du CAC 40 en fin d'année, qui a permis de revaloriser significativement la valorisation de certaines participations, notamment PSA.

## 2 - Des différences notables selon les métiers

S'agissant de l'activité de gestion de participations, le principal impact sur le résultat net de 2020 résulte de la forte baisse de la contribution des participations dans les grandes entreprises mises en équivalence (celles sur lesquelles Bpifrance exerce une influence notable), de 580 M€ d'un exercice sur l'autre (- 124 M€ en 2020 contre + 456 M€ en 2019).

Globalement, comme l'illustre le tableau n° 14, les résultats en 2020 des grandes participations mises en équivalence ont néanmoins mieux résisté que ceux des autres participations, notamment Vallourec, Technip FMC et Valéo qui ont enregistré des pertes importantes.

**Tableau n° 14 : résultats des principales participations de Bpifrance  
France en 2019 et 2020 en M€**

<i>Société</i>	<b>Résultat opérationnel 2020</b>	<b>Résultat opérationnel 2019</b>	<b>Résultat net 2020</b>	<b>Résultat net 2019</b>
<b><u>Mises en Equivalence</u></b>				
<i>Eutelsat</i>	487	526	312	357
<i>ST Microelectronics</i>	1 078	1 071	903	920
<i>PSA (2019) / Stellantis (2020)</i>	3 054	4 668	2 022	3 584
<b><u>Autres Participations</u></b>				
<i>Orange</i>	5 521	5 930	5 055	3 222
<i>Vallourec</i>	- 1 002	- 17	- 1 328	- 340
<i>Technip FMC</i>	- 2 225	- 1 493	- 2 615	- 2 182
<i>Valeo</i>	- 857	732	- 1 070	394
<i>Worldline</i>	245	294	165	338

Source : Cour des comptes d'après comptes publiés 2020.

S'agissant de l'activité de financement, le fait marquant de 2020 a été le niveau élevé des provisions pour risques attendus sur les crédits, qui ont atteint 328 M€. Elles ont conduit à une forte baisse du résultat opérationnel de cette activité, qui est passé de + 296 M€ en 2019 à - 87 M€ en 2020. Cela résulte largement de la forte croissance du taux de coût du risque, qui a atteint près de 1,1 % en 2020 contre 0,22 % en 2019, soit un niveau de risques multiplié par 5,5 (contre une progression de 55 % pour la moyenne des banques européennes). Selon Bpifrance, le montant élevé des provisions pour risques futurs « *ne reflète pas la réalité des défaillances d'entreprises constatées à date, et repose sur un choix conservateur* ».

### 3 - Une baisse des fonds propres de Bpifrance de 0,5 Md€ qui ne reflète que partiellement l'impact réel de la crise sanitaire

Bpifrance n'a pas présenté, dans ses comptes consolidés 2020 publiés, un bilan à périmètre groupe comparable à 2019 permettant de mesurer l'évolution des capitaux propres du groupe entre 2019 et 2020. Le document d'enregistrement universel – qui présente publiquement et commente les comptes 2020 – compare en effet les comptes consolidés du groupe de Bpifrance en 2020 avec ceux de l'ex-filiale Bpifrance Financement devenue société de tête en 2019.

Pour analyser la variation des capitaux propres du groupe Bpifrance en 2020, il convient, d'une part, de prendre en compte les comptes consolidés des sociétés de tête du groupe en 2020 comme en 2019 et, d'autre part, de combiner la ligne « résultat net » du compte de résultat, avec la ligne « gains et pertes comptabilisés en capitaux propres » du bilan<sup>41</sup>, toutes deux marquées par des pertes supérieures à 1 Md€ en 2020, comme l'illustre le tableau n° 15.

**Tableau n° 15 : évolution des capitaux propres du groupe BPI France entre 2019 et 2020**

	31/12/2019	31/12/2020	Variation
<i>Capital et réserves liées</i>	20 862	21 122	260
<i>Réserves consolidées</i>	2 411	3 859	1 448
<i>Gains et pertes comptabilisés en capitaux propres</i>	235	- 780	- 1 015
<i>Résultat net</i>	1 004	- 140	- 1 144
<i>Total</i>	24 512	24 061	- 451

Source : Cour des comptes d'après comptes consolidés publiés de Bpifrance SA (2019) et Bpifrance (2020), en M€.

<sup>41</sup> Les capitaux propres sont affectés par la perte de valeur des actifs classés en « instruments de capitaux propres à la juste valeur par capitaux propres non recyclables » selon la norme IFRS 9. Ces actifs sont évalués à la juste valeur et les variations de juste valeur sont comptabilisées en capitaux propres. Ces variations constituent des gains ou pertes latents qui ne seront réalisés qu'au moment de la cession des actifs. À cette occasion, les gains et pertes latents sont transférés directement dans les réserves consolidées et n'ont pas d'incidence sur le résultat

La baisse des capitaux propres de 451 M€ observés entre 2019 et 2020 intègre l'effet positif de l'opération de réorganisation du groupe Bpifrance (reclassement des intérêts minoritaires dans les capitaux propres part du groupe) pour 362 M€. Hors cet impact, la détérioration des fonds propres aurait été de 813 M€. À ce montant, il convient d'ajouter un autre effet de la crise que constitue l'absence de distribution de dividendes au titre de l'exercice 2019. Sans ce renoncement, les capitaux propres auraient diminué d'environ 450 M€ (si le pourcentage usuel de distribution de l'ordre de 45 % des réserves était observé).

Au total, l'effet de la crise sur les fonds propres du groupe peut être estimé à 1,3 Md€ en 2020. La crise a également contribué à dégrader significativement le résultat qui s'établit à - 140 M€ en 2020 contre 1004 M€ en 2019. Le budget 2020 anticipait un résultat d'environ 800 M€.

L'analyse des dépréciations des participations, retracées dans les comptes sociaux de Bpifrance Participations exclusivement, qui apporte un éclairage complémentaire, est utile pour appréhender l'impact de la crise sur quelques grandes participations, segment qui a le plus souffert en 2020 dans le portefeuille de Bpifrance.

**Tableau n° 16 : évolution des dépréciations sur titres dans les comptes Bpifrance Participations entre 2019 et 2020 (en M€)**

<i>Société</i>	<b>Dépréciation au 31/1/12/19</b>	<b>Dotations 2020</b>	<b>Reprise 2020</b>	<b>Dépréciation au 31/1/12/20</b>
<i>Eutelsat Communications</i>	234	178		413
<i>Orange</i>	1 094	374		1 469
<i>Vallourec</i>	507	140		647
<i>Technip FMC</i>	335	295		629
<i>ST Microelectronics</i>	1 913		1 913	
<b>Total Bpifrance</b>	<b>4 770</b>	<b>1 298</b>	<b>2 063</b>	<b>4 005</b>

Source : Cour des comptes d'après l'annexe aux comptes sociaux publiés de Bpifrance Participations 2020.

Les titres ST Microelectronics ont fait l'objet d'une reprise intégrale de dépréciation en 2020 (1,9 Md€) supérieure à la somme des nouvelles dotations de l'année (1,3 Md€). Cette reprise importante n'a pas fait l'objet d'information dans l'annexe aux comptes annuels, ni de justification sur le fait qu'elle soit intervenue en 2020 plutôt qu'en 2019. Il ressort de ce constat, ainsi que l'absence de présentation des comptes consolidés à périmètre groupe identique (*pro forma*) entre 2019 et 2020, la nécessité pour Bpifrance de fournir une information comptable plus détaillée en veillant à la cohérence des périmètres de présentation des comptes.

## II - Un impact budgétaire pour l'État compris entre 15,5 et 20 Md€ en 2020

Si l'on exclut du champ de l'analyse les coûts budgétaires liés à des dispositifs transversaux (moindres recettes d'impôt, financement de l'activité partielle, fonds de solidarité des entreprises, allègement de prélèvements, etc.), les impacts budgétaires de la crise liés directement à la fonction d'actionnaire de l'État peuvent être regroupés en trois catégories :

- les pertes de recettes de dividendes ;
- les pertes de recettes de cessions d'actifs ;
- les augmentations de dépenses budgétaires ; outre les dépenses en capital bien identifiées, cette troisième catégorie comprend des dépenses moins précisément chiffrables qui, sans être directement liées à la situation d'actionnaire, sont consacrées à des secteurs où les entreprises à participation publique sont plus particulièrement présentes.

### A - Des pertes de recettes de dividendes estimés à 2,4 Md€

Dans le contexte de la crise sanitaire, le ministre en charge de l'économie a décidé, dès le début du mois d'avril, que seules les entreprises du portefeuille de l'APE qui ne feraient appel à aucun soutien de l'État seraient autorisées à verser un dividende au titre de 2019, mais avec une réduction de 30 % par rapport à ce qui avait été prévu antérieurement. Les autres entreprises du portefeuille ne devaient en principe verser aucun dividende, afin de préserver leur trésorerie.

En définitive, les dividendes et recettes assimilées perçues par l'État se sont élevés à 4,5 Md€ en 2020 contre 5,7 Md€ en 2019, et alors que la prévision initiale était de 6,1 Md€. <sup>42</sup> Dès la LFR 2 (avril 2020), la prévision avait été ramenée à 4,4 Md€.

Ainsi que le montre le graphique n° 6, la baisse des dividendes a principalement concerné les entreprises non financières.

---

<sup>42</sup> Cour des comptes, *Note d'Exécution budgétaire 2020 – Recettes non fiscales*.

### Graphique n° 6 : dividendes des entreprises financières et non financières perçus par l'État



Source : Cour des comptes, à partir des données de Chorus

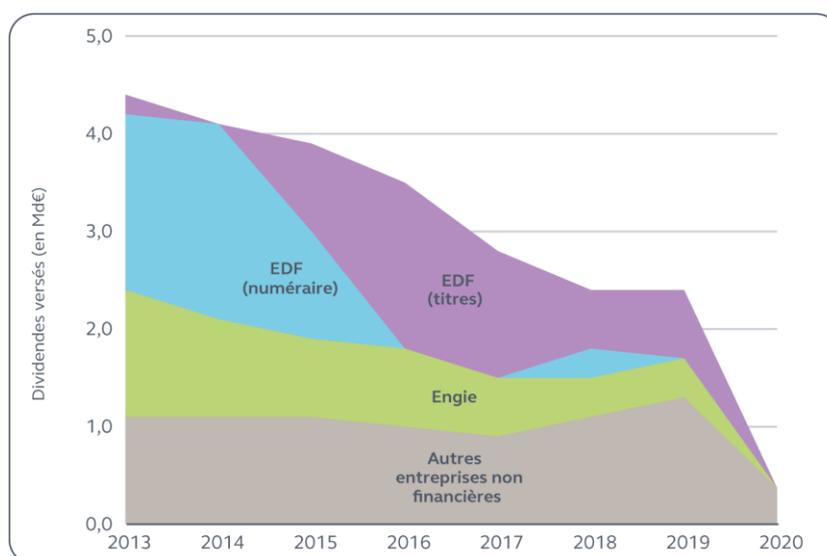
La stabilité des dividendes reçus d'entreprises financières s'explique par l'importance du dividende versé par la Banque de France, qui s'est élevé à 3,5 Md€ en 2020 contre 3,2 Md€ l'année précédente. La situation de la Banque de France n'a en effet pas été directement affectée par la crise sanitaire.

S'agissant de la Caisse des dépôts et consignations, la contribution liée au résultat, équivalent d'un dividende, a été de 655 M€ en 2020 contre 775 M€ en 2019. Elle n'inclut aucun acompte lié au résultat de 2020 et ne tient donc pas compte de la crise.

Bien qu'il ne s'agisse pas d'un dividende, il est à noter que la rémunération de la garantie apportée par l'État au Fonds d'épargne a été annulée en 2020, alors qu'elle représentait 0,5 Md€ en 2019. Ce renoncement à la rémunération de la garantie a été justifié par la nécessité de renforcer les fonds propres du Fonds d'épargne dans le contexte de la crise sanitaire, et confirme le caractère discrétionnaire de ce prélèvement.

S'agissant des entreprises non financières dans lesquelles l'État détient une participation, seules 21 d'entre elles ont versé un dividende en numéraire, contre 47 en 2019. Par ailleurs, EDF, qui verse depuis 2016 la quasi-totalité de son dividende en actions, n'a rien versé en 2020, pas plus qu'Engie, qui représentait traditionnellement une part importante des versements.

**Graphique n° 7 : évolution des dividendes versés par les entreprises non financières**



Source : Cour des comptes, à partir du logiciel Chorus

Au total, on peut estimer que le contexte particulier de 2020 a coûté à l'État, en termes de dividendes non encaissés, environ 2,4 Md€ par rapport à ce qui était prévu. Ce chiffre tient compte du non versement du dividende d'EDF en titres et de l'absence de rémunération de la garantie apportée au Fonds d'épargne. Il ne prend pas en compte l'évolution des versements de la Banque de France.

**Tableau n° 17 : dividendes prévus et dividendes reçus par l'État en 2020**

	Exécution 2019	Prévision 2020	Exécution 2020
<i>Banque de France</i>	3,2	3,2	3,5
<i>CDC- Contribution sur résultat</i>	0,8	0,9	0,7
<i>CDC- rémunération de la garantie du Fonds d'épargne</i>	0,5	0,4	-
<i>Entreprises non financières</i>	1,7	1,5	0,4
<i>EDF (exclusivement en titres)</i>	0,7	0,8	-
<i>Total</i>	6,9	6,7	4,6
<i>dont Total hors banque de France</i>	3,7	3,5	1,1

Source : Budget 2020 – annexe Évaluation des voies et moyens et NEB recettes non fiscales 2020. Chiffres EDF sous réserve de confirmation lors de la contradiction.

## B - Des pertes de recettes de cessions d'actifs évaluées à 9 Md€

Les cessions de participations financières de l'État sont retracées dans le compte d'affectation spéciale « Participation financières de l'État ».

Dans la loi de finances initiale pour 2020, le Gouvernement avait fait le choix de retenir, comme chaque année, un montant « notionnel » de prévisions de recettes et de dépenses pour le CAS PFE : 10 180 M€ pour le programme 731 – *Opérations en capital intéressant les participations financières de l'État* et 2 000 M€ pour le programme 732 – *Désendettement de l'État et d'établissements publics de l'État*. Les recettes devaient provenir essentiellement de cessions d'actifs, en particulier de la cession de titres d'ADP.

S'agissant de la cession de titres ADP, si la procédure de référendum d'initiative partagée qui était en cours et bloquait l'opération a pris fin le 26 mars 2020, la forte baisse de la capitalisation boursière de l'entreprise dans les jours qui ont suivi le premier confinement a rendu irréalisable l'opération, qui a dès lors été suspendue. Cette perte de recettes a été traduite dans la LFR 1, qui a annulé 8 980 M€ de produits de cession attendus et un montant en dépenses de 4 980 M€ sur le programme 731 et 2 000 M€ sur le programme 732. Il en est résulté un déficit prévisionnel du CAS de 2 000 M€ pour 2020.

En exécution, les cessions d'actifs se sont élevées à 1 433 M€ environ (cf. tableau n° 18).

**Tableau n° 18 : les cessions de participations de l'État en 2020 (en M€)**

<b>Contrepartie</b>	<b>Opération</b>	<b>Montant</b>
<i>Caisse des Dépôts et Consignations</i>	Cession par l'État des titres La Poste : Création d'un pôle financier public ayant donné lieu à la signature d'un protocole d'accord engageant l'État, la Caisse des dépôts et consignations (CDC), la Poste et la Banque Postale.	1 062,09
<i>Caisse des Dépôts et Consignations</i>	Cession par l'État de 6 964 292 actions ordinaires de la société SFIL, soit environ 75 % du capital de la société, à la Caisse des Dépôts et Consignations.	300,0
<i>SOVAFIM</i>	Cession de 500 000 actions au prix de 100 € l'action dans le cadre d'une réduction de capital de la SOVAFIM réalisée par voie de rachat d'actions en vue de les annuler	50,0
<i>Consortium de réalisation</i>	Compléments de prix suite à la cession en 2018 de (i) 148 723 629 actions de la Société de Gestion de Garanties et de Participations (SGGP) (ii) 1 480 799 actions de la Nouvelle Société de Réalisation de Défaillance (NSRD)	11,0
<i>SOGEPA</i>	Le capital social de la SOGEPA a été augmenté de 10 000 000,00 € par incorporation d'une partie du report à nouveau bénéficiaire et création de 1 000 000 actions nouvelles d'une valeur nominale de 10,00 € chacune.	10,0
<b>Total</b>		<b>1 433,09</b>

Source : APE

Les dépenses du CAS ont finalement été au total de 11 701 M€, donc un peu plus que la prévision initiale, et ont été financées pour l'essentiel par des abondements en provenance du budget général, dont 8 394 M€ en provenance du programme 358 « Renforcement exceptionnel des participations financières de l'État dans le cadre de la crise sanitaire » et 1 080 M€ au titre des programmes 422 et 423 (PIA 3).

Au total, en 2020, les moindres recettes de cessions pour l'État liées à la crise sanitaire peuvent donc être évaluées à 9 Md€ environ (8 980 M€ si l'on retient le montant des recettes annulées en LFR 1 pour 2020).

### **C - Des dépenses budgétaires en faveur des participations publiques en forte augmentation**

Les augmentations de dépenses pesant sur le budget de l'État du fait des participations financières de l'État peuvent être réparties en deux catégories : les opérations en capital intéressant directement les participations de l'État, d'une part, les aides directes ou indirectes justifiées par la crise, d'autre part.

#### **1 - Les opérations en capital liées à la crise**

Comme indiqué plus haut, les opérations en capital concernant le patrimoine de l'État, financées sur le programme 731, se sont élevées au total à 11 701 M€ en 2020, contre 10 180 M€ prévus en LFI (hors contribution au désendettement de l'État). Le surcroît de dépenses à ce titre n'a donc été que de 1 521 M€.

Néanmoins, l'APE, dans sa communication avec le Parlement, distingue les opérations « typées Covid » ou « typées Relance », qui se montent au total à 8 084,2 M€ et se répartissent comme suit :

**Tableau n° 19 : opérations en capital liées à la crise sanitaire ou à la relance d'après l'APE**

<i>Contrepartie</i>	<i>Opération</i>	<i>Montant (M€)</i>
<i>SNCF</i>	Augmentation de capital SNCF	4 050,0
<i>Air France-KLM</i>	Avance en compte courant d'actionnaire	3 000,0
<i>EDF</i>	Souscription à l'émission d'obligations Oceane	1 027,6
<i>Fonds ACE Aéro</i>	Appel de tranche initiale et 1er Appel de fonds	6,5
<b>Total opérations liées à la crise sanitaire ou à la relance</b>		<b>8 084,2</b>

*Cour des comptes – NEB CAS PFE 2020*

Comme indiqué plus haut, le lien avec la crise sanitaire de l'augmentation de capital de la SNCF de 4 050 M€ est discutable, la crise apparaissant à cet égard plutôt comme ouvrant l'opportunité d'une aide anticipée que l'État aurait dû apporter de toute façon.

Pour une partie d'entre elles, ces opérations sont venues en substitution d'autres dépenses qui n'ont pas eu lieu ou ont eu lieu pour un montant différent. La principale renonciation a ainsi concerné la ligne « Abondement du fonds pour l'innovation et l'industrie (à titre principal) », destinée pour l'essentiel à l'Epic Bpifrance, qui était prévue en LFI pour 8 540 M€ et qui n'a finalement été que de 1 900 M€.

Au total, le coût pour l'État des opérations en capital s'élèverait, ainsi à 8,1 Md€, si on y incorpore l'augmentation en capital de la SNCF dont le lien avec la crise est discutable, ou 4 Md€ si cette opération en est exclue.

## **2 - D'autres dépenses budgétaires justifiées par la crise d'un montant plus limité**

Les contours de ce poste sont beaucoup plus incertains que ceux des postes précédents. À titre indicatif, si l'on ne retient que les aides concernant particulièrement mais non exclusivement des entreprises à participation publique (à l'exclusion des aides transverses), on peut retenir les valeurs suivantes en termes de crédits de paiement ouverts sur 2020 :

- sécurisation des approvisionnements critiques, pour 99 M€ ;
- plan de soutien à la filière automobile, notamment le FAA 2, pour 199 M€ ;
- plan de soutien à la filière aéronautique, notamment le fonds ACE, pour 99 M€.

Il ne s'agit donc que de montants relativement modestes au regard des montants mobilisés à l'occasion de la crise sanitaire. Une faible partie a été consommée en 2020.

Les prêts garantis par l'État, dont ont bénéficié pour des montants significatifs plusieurs entreprises à participation publique en 2020, n'ont pas donné lieu à dépense budgétaire de l'État sur cet exercice. Dans le cadre du projet de loi de finances pour 2022, en tenant compte du fait que près de 15 % des entreprises ont choisi de rembourser leur PGE dès 2021 et qu'environ 50 % seulement ont opté pour un différé de deux ans, le Gouvernement a révisé le taux de défaut à 3,78 %, en baisse par rapport aux premières estimations. Compte tenu de la taille et de la spécificité des entreprises à participation publique, il est peu probable que les PGE qui leur ont été accordés occasionnent des coûts importants pour l'État sur les exercices suivants.

La Cour estime que le montant de ces dépenses pourrait se situer entre 0,1 et 0,5 Md€ en 2020.

\*  
\* \*

Au total, le coût budgétaire lié à la crise sanitaire et supporté par l'État en 2020 du fait de sa fonction d'actionnaire peut donc être évalué entre 15,5 Md€ (hors SNCF) et 20 Md€ (y compris SNCF), comme récapitulé dans le tableau n° 20.

**Tableau n° 20 : synthèse des estimations de coûts budgétaires supportés par l'État en tant qu'actionnaire (en Md€)**

<i>Nature du coût</i>	<b>Hypothèse basse</b>	<b>Hypothèse haute</b>
<i>Perte de dividendes</i>	2,4	2,4
<i>Perte de recettes de cession d'actifs</i>	9,0	9,0
<i>opérations en capital liées à la crise sanitaire</i>	4,0	8,1
<i>Autres augmentations de dépenses budgétaires</i>	0,1	0,5
<i>Total</i>	15,5	20,0

Source : Cour des comptes

### **III - Un impact patrimonial significatif pour l'État dont la mesure ne peut être qu'approchée**

En l'absence de comptabilité consolidée, l'appréhension de l'impact global de la crise sanitaire sur le patrimoine de l'État se heurte à de nombreuses difficultés.

D'une part, la valeur des participations a pu évoluer, à la baisse ou à la hausse, pour d'autres raisons que la crise sanitaire, même si celle-ci a joué un rôle déterminant en 2020 pour l'ensemble de l'économie mondiale.

D'autre part, les principes de la comptabilité de l'État ne permettent pas de tirer des conclusions claires sur l'évolution du poste « participations financières » en 2020. Ainsi, il n'existe pas de référentiel comptable commun à l'ensemble du périmètre des immobilisations financières de l'État<sup>43</sup>. En outre, la Caisse des dépôts et consignations est valorisée comme une entité « non contrôlée », ce qui implique que sa valeur est figée dans les comptes de l'État à son niveau de 2006<sup>44</sup>. Il en résulte notamment

<sup>43</sup> La valeur des immobilisations financières de l'État fait tous les ans l'objet d'une réserve par la Cour des comptes dans sa fonction de certificatrice des comptes de l'État, formulée comme suit pour les comptes 2020 : « *Les incertitudes et les désaccords sur l'évaluation des participations financières de l'État dans les entités qu'il contrôle et de certaines de ses autres immobilisations financières conduisent la Cour à formuler une réserve substantielle* ». Voir Cour des comptes, Acte de certification 2020, pp. 38-42.

<sup>44</sup> S'agissant d'une entité non contrôlée, la CDC est évaluée au coût d'acquisition, éventuellement déprécié, soit un montant de 31,6 Md€ fin 2019. Ce montant est

que Bpifrance, avec ses participations, est valorisée pour 49,2 % (détenus par la CDC) à son niveau de 2006 et pour 49,2 % (détenus par l'Epic Bpifrance) en fonction de l'évolution de ses fonds propres comptables.

Pour contourner ces difficultés, la Cour a suivi une approche commune aux trois sous-ensembles en valorisant les participations qu'ils détiennent à leur valeur d'équivalence, c'est-à-dire la quote-part détenue directement ou indirectement par l'État dans les fonds propres des entreprises.

### **A - La méthode utilisée par la Cour : la quote-part de l'État dans les fonds propres**

La Cour a valorisé l'ensemble des participations comprises dans le périmètre de l'enquête selon une méthode identique, en considérant la quote-part détenue par l'État, directement ou indirectement, dans les fonds propres de l'entreprise considérée en 2019 et 2020. Cette méthode comporte plusieurs limites<sup>45</sup> et ne se substitue pas aux comptes audités des différentes entités, y compris l'État.

La CDC et Bpifrance ont été considérées comme des holdings « transparentes », sans que leur activité hors participations soit valorisée. Il existe en conséquence un écart entre la valeur de la somme des participations détenues par la CDC et la valeur des fonds propres de la CDC, de même pour Bpifrance.

---

nettement inférieur aux capitaux propres consolidés du groupe CDC, qui s'élevaient à 53,7 Md€ fin 2019.

Cet écart de 22,1 Md€ est lié à la méthode d'évaluation des entités non contrôlées qui ne prend pas en compte les augmentations de valeur par rapport au coût historique (résultats accumulés non distribués).

<sup>45</sup>N'ont été considérées que les participations de premier rang de l'État, de la CDC et de Bpifrance, à l'exclusion donc des participations elles-mêmes détenues par les entreprises de premier rang ; à la fin de 2020, ce portefeuille regroupe des participations dans un peu plus de 2 000 entreprises : 74 portées par l'APE, 1 176 par la Caisse des dépôts et consignations et 816 par Bpifrance. Ces effectifs seraient considérablement plus élevés si on y ajoutait les entreprises détenues indirectement (participations de rang supérieur à un) ;

Compte-tenu du nombre important des participations, la Cour a retenu des critères permettant de limiter la demande d'informations nécessaires au calcul de la valeur d'équivalence. Les capitaux propres des titres non consolidés de la CDC, qui représentent 1 147 participations pour une valeur nette comptable de 2,5 Md€ en 2020, n'ont pas été inclus. Il s'agit pour l'essentiel des investissements gérés par la Banque des Territoires.

**Tableau n° 21 : écart entre la valeur des fonds propres de la CDC et Bpifrance et la valeur d'équivalence de leurs participations au 31 décembre 2020**

<i>(En M€)</i>	Valeur des fonds propres consolidés	Valeur d'équivalence des participations retenues par la Cour	Écart
<i>CDC (section générale)</i>	39 086	32 189	6 897
<i>Bpifrance SA</i>	24 061	25 704	- 1 647

Source : Cour des comptes

Pour la CDC, la principale source d'écart est la non prise en compte des participations gérées par la Banque des territoires, le mode de comptabilisation (au coût historique) de certaines participations non contrôlées, ainsi que la situation positive des activités de la CDC non gérées dans des filiales.

Pour Bpifrance, l'écart provient principalement du mode de comptabilisation (au coût historique) de certaines participations non contrôlées<sup>46</sup>. Il convient de rappeler que la valeur d'équivalence permet de mesurer l'évolution des fonds propres consolidés entre 2019 et 2020, mais peut être très éloignée de la valeur de marché des participations concernées, mesurée par exemple par la valeur boursière des participations dans certaines sociétés cotées.

Sous ces réserves, l'analyse par les valeurs d'équivalence permet de faire plusieurs constats concernant l'ensemble du périmètre des participations financières de l'État retenu pour la présente enquête.

<sup>46</sup> Deux retraitements importants ont par ailleurs été effectués pour obtenir les valeurs d'équivalence. D'une part, la Cour a retraité la valeur d'équivalence de l'Epic Bpifrance en la diminuant de la valeur des titres EDF et TSA ainsi que de la trésorerie disponible, et en augmentant en contrepartie la valeur de ces titres dans le portefeuille de l'APE. La trésorerie en revanche a été annulée. Ce retraitement a une incidence globale négative de 5,8 Md€ sur la valeur du portefeuille de l'APE. Cet écart est lié d'une part à l'annulation des dotations en numéraire pour 3,5 Md€, et d'autre part au fait que les titres EDF et Thalès sont évalués à leur valeur boursière dans les comptes consolidés de l'Epic Bpifrance, générant un écart de 2,3 Md€ par rapport à leur valeur d'équivalence. D'autre part, la valeur d'équivalence de Bpifrance dans l'Epic Bpifrance et dans la CDC a été annulée pour ne pas prendre en compte deux fois la valeur de Bpifrance.

## B - Une baisse d'environ 11 Md€ de la valeur d'équivalence des participations de l'État, de la CDC et de Bpifrance en 2020

En apparence, le portefeuille des participations de l'État, de la CDC et de Bpifrance a progressé de 15 Md€ environ (+ 11 %) en 2020 (cf. tableau n° 22).

**Tableau n° 22 : répartition du portefeuille de participations financières par actionnaire en 2019 et 2020, après retraitement - en M€**

Actionnaire	Valeur d'équivalence fin 2019	%	Valeur d'équivalence fin 2020	%	Écart 2019/2020	Écart 2019/2020 hors effets de périmètre et soutien financier
APE - hors Bpifrance	91 016	68 %	102 240	69 %	11 224	- 9 707
CDC - hors Bpifrance	18 508	14 %	20 172	14 %	1 664	- 1 057
Bpifrance	23 548	18 %	25 704	17 %	2 156	- 54
<b>Total</b>	<b>133 071</b>		<b>148 115</b>		<b>15 044</b>	<b>- 10 818</b>

*Source : Cour des comptes d'après CGE et états financiers CDC et Bpifrance*

En réalité, compte tenu des effets de périmètre et de soutien financier, avec principalement la reprise de dette de la SNCF par l'État à hauteur de 25 Md€, la valeur d'équivalence à périmètre constant a baissé de 10 818 M€ en 2020.

L'évolution par secteur d'activité est détaillée dans le tableau n° 23.

**Tableau n° 23 : évolution du portefeuille de participations financières par secteur entre 2019 et 2020 (après retraitement et en M€)**

(En M€)	Valeur d'équivalence 2019	Valeur d'équivalence 2020	Variation	Variation hors effets de périmètre et soutien financier
Audiovisuel	632	494	- 138	12
Défense – Aéronautique	8 466	8 420	- 46	- 46
Énergie - Matières premières	52 206	50 221	- 1 985	- 2 331
Industrie - Télécoms	18 156	17 058	- 1 098	- 879
Services - Finance	45 928	44 835	- 1 093	- 1 963
Transports	7 684	27 087	19 403	- 5 612
<b>Total</b>	<b>133 071</b>	<b>148 115</b>	<b>15 044</b>	<b>- 10 818</b>

*Source : Cour des comptes à partir des données du CGE et informations transmises par CDC et Bpifrance*

La baisse de la valeur d'équivalence du portefeuille provient principalement du secteur transports, dont la valeur a diminué de 5,6 Md€, en raison des lourdes pertes enregistrées en 2020 par Air France-KLM (7 Md€, soit une quote-part de 1 Md€ pour l'État), le groupe SNCF (3 Md€), et ADP (1,2 Md€, soit une quote-part de 1 Md€ pour l'État).

La valeur d'équivalence du secteur services - finances a diminué de 2 Md€, soit - 5 %. Les principaux contributeurs à cette perte de valeur sont le groupe La Poste (- 1,1 Md€) et l'Epic Bpifrance (- 0,8 Md€). Les fonds et participations de Bpifrance dans ce secteur présentent une valeur d'équivalence quasiment stable.

La valeur d'équivalence des participations de secteur de l'énergie et des matières premières a quant à elle baissé de 2,3 Md€, soit - 4,5 %. La baisse est liée à EDF (- 0,9 Md€) notamment du fait des pertes enregistrées directement en capitaux propres (3,2 Md€) et à Engie pour 0,9 Md€.

Dans l'industrie, la perte historique de Renault de 8 Md€ provient à hauteur de 5 Md€ de sa participation dans Nissan. Elle a entraîné une baisse de valeur des titres Renault de 1,6 Md€, partiellement compensée par une hausse de la valeur des titres Orange de 0,4 Md€.

Enfin le secteur défense-aéronautique a bien résisté à la crise en se maintenant à une valeur globale de 8,4 Md€.

### **C - Les indications complémentaires données par les valeurs boursières de certaines participations cotées**

Bien que les valeurs boursières ne soient pas directement corrélées aux valeurs d'équivalence et ne soient disponibles que pour un nombre limité de participations, elles constituent un indicateur intéressant sur les pertes potentielles ayant affecté le patrimoine de l'État en 2020.

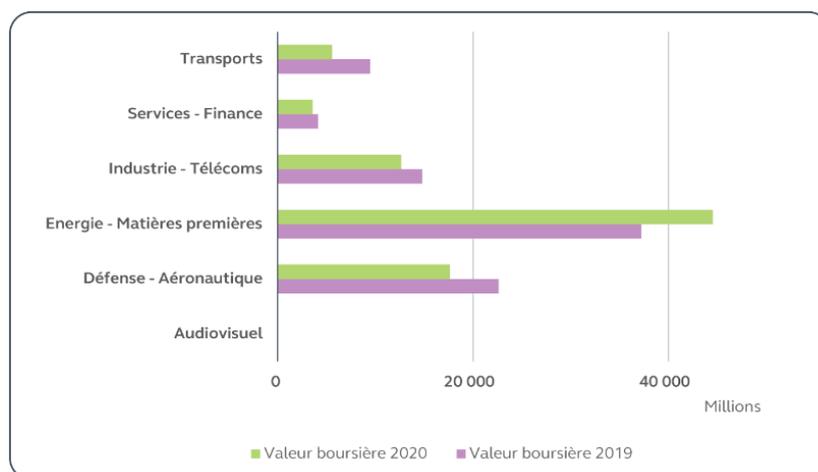
Après avoir atteint le point le plus bas en juin 2020, le portefeuille coté de participations publiques s'élevait à 83,9 Md€ fin 2020, en recul de 4,3 Md€ par rapport à fin 2019 à périmètre constant.

Cette baisse de 4,8 % est plus limitée que la baisse des indices CAC 40 et SBF 120, respectivement de 6,2 % et 5,7 %. Toutefois, cette différence est largement liée à la progression de 29,9 % du cours de bourse d'EDF et à son poids au sein du portefeuille (32,8 Md€ en 2020).

Retraité de la variation provenant d'EDF, le portefeuille coté a perdu 12 Md€ de valeur boursière, soit - 19 %. Cette perte de valeur provient en grande partie des sociétés du secteur des transports et de l'aéronautique, très fortement pénalisées dans leur activité par la crise sanitaire. Ainsi, les cours de bourse d'Air France-KLM, ADP et Airbus ont reculé respectivement de 50,9 %, de 40,6 % et de 28,6 %, générant une baisse globale de la valeur du portefeuille de 7 Md€.

Les autres principales baisses de valeur boursières proviennent d'Orange (- 2,1 Md€, - 26 %), d'Engie (- 1,1 Md€, - 13,6 %) et de Safran (- 1,1 Md€, - 16,5 %).

**Graphique n° 8 : évolution entre 2019 et 2020 de la valeur du portefeuille coté de l'État, de la CDC et de Bpifrance par secteur d'activité (M€)**



Source : Calcul Cour des comptes

Il importe de rappeler que ces variations ne sont pas définitives et que ce n'est qu'au moment où l'État réalisera une transaction qu'il constatera une perte, ou un gain, définitifs sur la participation financière concernée.

---

## CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

---

*Du point de vue des entreprises à participation publique, la crise a été particulièrement ressentie dans le périmètre géré par l'APE, dont le patrimoine combiné a baissé de 8 % globalement, mais avec des pertes particulièrement sensibles dans le secteur des transports et de l'énergie. Si le pôle Caisse des dépôts a été relativement peu affecté du fait de la résilience de ses métiers (à l'exception de la Compagnie des Alpes) les conséquences financières de la crise ont été notables pour Bpifrance, même si les opérations de réorganisation du groupe et la mise en réserve de la totalité du résultat 2019 ont permis d'en limiter l'impact dans les comptes. Dans le cadre de son enquête, la Cour a noté quelques imprécisions dans la communication financière de Bpifrance et elle invite l'entreprise à délivrer des informations plus précises sur les changements de périmètres et de méthodes.*

*D'un point de vue budgétaire, l'impact de la crise lié à la fonction d'actionnaire de l'État peut être évalué à un montant compris entre 15,5 et 20 Md€ en 2020, en fonction du périmètre retenu. Le recours au programme budgétaire 358 pour financer des opérations en capital s'est révélé dans certains cas contestable et la majorité des crédits ouverts ont été reportés puis annulés.*

*De point de vue du patrimoine de l'État, s'il n'existe aucune mesure simple de l'effet de la crise, une approche par la quote-part des capitaux propres de entreprises dans lesquelles l'État détient une participation directe ou indirecte conduit à estimer à 11 Md€ environ la perte de valeur subie en 2020. L'évaluation réalisée par la Cour des conséquences de la crise sur le patrimoine de l'État montre la nécessité de définir sans retard les modalités d'une consolidation de ses participations financières.*

*La Cour formule les recommandations suivantes :*

- 3. veiller à la clarté et à la cohérence des périmètres dans la communication financière relative aux comptes du groupe Bpifrance et de ses filiales, et à délivrer une information plus détaillée sur les changements de méthode ou d'estimation notables intervenues au cours de l'exercice. (Bpifrance)*
  - 4. définir sans retard les modalités d'une consolidation des participations financières directes et indirectes de l'État. (DGFIP)*
-

## **Chapitre III**

# **Des interrogations sur les perspectives et les risques à moyen terme**

Au-delà des coûts constatés en 2020, la crise sanitaire, qui n'est pas achevée au moment de la rédaction du présent rapport, a des conséquences sur les perspectives des entreprises concernées et entraîne des risques de coûts futurs pour l'actionnaire public. Si la solidité financière de la CDC et de Bpifrance ne paraît pas remise en cause, les effets retardés de la crise pour les participations gérées par l'APE pourraient être significatifs (I). À l'aune des enseignements de la crise sanitaire et en lien avec des responsabilités que l'État pourrait endosser pour soutenir les transformations de l'économie, la doctrine d'investissement des actionnaires publics devrait être actualisée (II).

### **I - Des effets décalés de la crise à anticiper**

À la lumière des comptes du 1<sup>er</sup> semestre 2021, ni la CDC, ni sa filiale Bpifrance n'inspirent de réelles inquiétudes qui résulteraient de risques importants liés à la crise sanitaire et qui ne se seraient pas matérialisés en 2020. Il en va différemment du portefeuille géré par l'APE, sur lequel pèseront, au-delà de 2020, des besoins de recapitalisation liés à la crise sanitaire.

## **A - Pour la Caisse des dépôts, des perspectives révisées qui restent prudentes**

Compte tenu de la crise sanitaire, la CDC a révisé deux fois sa programmation financière pluriannuelle en 2020.

Une première réévaluation a été présentée à la Commission de surveillance des 10 et 17 juin 2020 sous le titre « *Contribution de groupe Caisse des dépôts à la relance et trajectoires financières* ». Elle considère l'impact de la crise sur programmation en cours (période 2019 à 2025).

Une seconde, intitulée, « programmation financière pluriannuelle » a été présentée au Comité d'audit et des risques du 3 décembre 2020. Elle couvre plus spécifiquement la période 2021-2025.

### **1 - Le scénario de juin 2020**

Le scénario économique central révisé présenté en juin 2020 faisait l'hypothèse que la crise sanitaire prendrait fin au 1<sup>er</sup> semestre 2020. Après un point bas atteint en avril, le PIB progresserait mais, sur l'ensemble de l'année 2020, il serait en recul de 10 % par rapport à 2019. Par la suite, le cycle économique se poursuivrait, mais le redressement de la demande ne serait que très graduel, de sorte que le niveau d'activité pré-crise de 2019 ne serait retrouvé qu'en 2024.

Compte tenu de différentes hypothèses structurantes (contribution au plan de relance sous forme de 3,3 Md€ d'investissements supplémentaires, intégration de La Poste et de SFIL, application de Bâle 4 retardée par les autorités, baisse de la rémunération des dépôts juridiques), il était prévu un résultat en remontée assez rapide en 2021 après un déficit significatif en 2020.

**Tableau n° 24 : section générale - Projections de résultats  
en juin 2020**

<i>En Md€</i>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
<i>Résultat social</i>	- 0,6	1,4	1,6	1,8	1,8
<i>Résultat consolidé</i>	- 0,5	1,4	2,1	2,1	2,1
<i>Versement à l'État</i>	0,0	0,7	1,0	1,0	1,1

Source : Caisse des dépôts

La trajectoire de liquidité était qualifiée de « sécurisée », avec un compte courant à la banque centrale excédant régulièrement 20 à 25 Md€.

De même la trajectoire de solvabilité était considérée comme « maîtrisée » sur la période, avec un ratio de solvabilité largement supérieur au taux minimum réglementaire de 8 %.

La seule alerte concernait le capital économique qui, à partir de la fin 2020 et jusqu'à fin 2024 au moins, devenait, dans les projections, un peu inférieur à la cible, sans pour autant tomber sous le seuil minimum, ni même sous le seuil de surveillance, selon le modèle prudentiel propre à la Caisse. Étaient mentionnées à cet égard « des marges de manœuvre significativement réduites ».

S'agissant du Fonds d'épargne, il était relevé que la collecte allait bénéficier de la baisse de la consommation. La trajectoire des équilibres financiers n'inspirait pas d'inquiétude particulière.

## 2 - Le scénario de décembre 2020

En décembre, la CDC a construit une nouvelle trajectoire financière sur un scénario central qui prévoit un rebond du PIB de 7 % en 2021, avec un retour de sa valeur à son niveau pré-crise en 2024. Elle envisageait également une hausse modérée du CAC (+ 9,6 % en 2021 puis 3,2 % par an sur 2022-2025, dans un contexte de taux d'intérêt maintenus à un niveau bas et de dépôts juridiques toujours dynamiques.

**Tableau n° 25 : section générale - Projections de résultats  
en décembre 2020**

<i>En Md€</i>	2019R	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<i>Résultat social</i>	2,0	- 0,4	1,8	1,2	1,4	1,5	1,7
<i>Résultat consolidé</i>	2,1	- 0,5	1,3	1,9	2,0	2,2	2,7
<i>Versement à l'État</i>	1,1	-	0,7	0,9	1,0	1,1	1,2

Source : Caisse des dépôts

Ce scénario impliquait un léger décalage dans le temps du retour à un niveau pré-crise du résultat consolidé. Un pic du résultat social était attendu en 2021 du fait notamment du rattrapage des dividendes de Bpifrance et de La Poste non versés en 2020.

Du point de vue de la liquidité, la trajectoire était jugée « confortable », aucune inquiétude n'étant signalée, même dans le cas de scénarios dégradés.

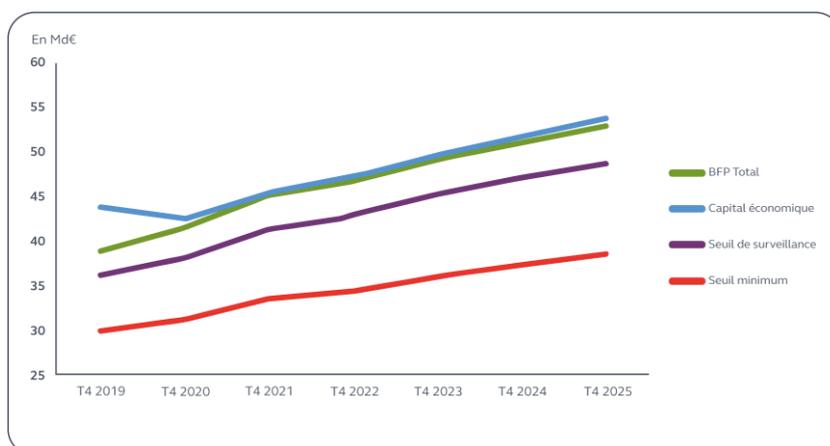
De même, la trajectoire de solvabilité était toujours considérée comme « maîtrisée », avec un ratio global fonds propres/risques pondérés évoluant autour de 17,0 % et un ratio CET1<sup>47</sup> se situant entre 15 et 16 %, soit très au-dessus de la norme. Il est à noter cependant qu'à compter de 2020, ce ratio est dégradé sous l'effet notamment de la consolidation de SFIL. Par ailleurs, La Banque Postale représente désormais 42 % des risques pondérés de la CDC. Enfin, le calcul de couverture des risques n'intègre pas la norme CRR 3/Bâle 4, qui conduirait à multiplier par un facteur de 1,7 à 2,5 ses besoins en fonds propres.<sup>48</sup>

Du point de vue du modèle prudentiel propre à la CDC, la trajectoire proposée garantissait que le capital économique reste légèrement supérieur aux besoins en fonds propres, c'est-à-dire très supérieur au seuil minimum évalué par la CDC, en faisant l'hypothèse que la norme Bâle 4 ne sera pas appliquée.

<sup>47</sup> *Common Equity Tier 1* : ratio ne considérant que les fonds propres « durs » d'une banque pour l'évaluation de sa solvabilité.

<sup>48</sup> Cette norme, qui devrait s'appliquer à terme au moins à Bpifrance, La Banque Postale et SFIL, conduirait à dégrader le ratio CET1 à 12 % et le ratio global à 13 % à horizon 2025, à des niveaux qui resteraient donc significativement supérieurs aux seuils réglementaires.

**Graphique n° 9 : corridor de solvabilité 2020-2025 selon le modèle prudentiel de la CDC – hors Bâle 4**



Source : Caisse des dépôts

Au total, si les prévisions de résultat 2021 de la CDC seront sans doute à réviser compte tenu de la poursuite de la crise sanitaire au-delà de 2020, celle-ci a fait la preuve de sa résilience et n'inspire pas d'inquiétude particulière pour les années suivantes, en particulier du fait de son modèle largement administré et de sa trésorerie structurellement abondante.

#### Des résultats en redressement au 1<sup>er</sup> semestre 2021

Dans un contexte de reprise économique plus favorable, le résultat semestriel du groupe CDC au 30 juin 2021 marque une nette amélioration en s'établissant à 1,6 Md€ (contre - 0,4 Md€ au 30 juin 2020). Cette hausse résulte de l'effet conjugué de la reprise des activités opérationnelles des filiales comme La Poste, de la hausse des dividendes perçus sur les titres non consolidés mais aussi de l'évolution favorable de la valorisation des actifs.

S'agissant des fonds propres, la situation observée au 31 décembre 2020 a été largement inversée dès le premier semestre 2021 avec une augmentation des fonds propres de la CDC de 5,2 Md€. Si le résultat du premier semestre, positif de 1,6 Md€ contribue à améliorer les fonds propres, c'est la hausse de 3,9 Md€ des gains latents comptabilisés directement en capitaux propres pour certains actifs financiers, conséquence de la remontée des cours boursiers, qui explique leur augmentation.

### 3 - Les risques résiduels

Si les scénarios globaux montrent la résilience du modèle d'affaires de la CDC, des points d'attention demeurent s'agissant des participations de ce périmètre.

La CDC a renoncé à tout dividende de la part de ses filiales en 2020. Ces modalités, prévues pour être transitoires, ont été reconduites pour le groupe La Poste en 2021. En effet, les difficultés liées à l'activité courrier ont été accentuées par la crise sanitaire et La Poste a exprimé le besoin de renforcer sa structure financière pour financer des opérations de croissance externe. Son budget initial pour 2021 prévoyait une augmentation de capital pour 1,5 Md€. Le budget 2021 voté en conseil d'administration a finalement prévu une renonciation à dividende en 2021 de l'ordre de 700 M€. Cette décision a des conséquences sur le versement de la CDC à l'État, car ce versement est plafonné à 75 % du résultat social. Ainsi, alors qu'une renonciation à dividendes de La Poste n'a pas de conséquences sur les réserves consolidées de la CDC, le plafonnement du versement à l'État qui en découle lui est favorable.

La Compagnie des Alpes (CDA) a été durement affectée sur le plan opérationnel et financier par la pandémie et les mesures de restriction, avec pour conséquence un chiffre d'affaires en baisse d'environ 30 % sur l'exercice 2019-2020 et de 80 % sur l'exercice 2020/2021 par rapport aux niveaux pré-crise.

Dans ce contexte et à la suite de la fermeture totale des remontées mécaniques des stations de ski durant l'hiver 2020-21, la Commission européenne a autorisé le 19 mars 2021 un régime d'aides visant à indemniser les exploitants français pour les dommages causés par la pandémie de covid 19, au titre duquel la CDA devait percevoir un montant de compensation de 165 M€.

La crise va néanmoins dégrader fortement la situation financière de la CDA. Son endettement financier net était attendu à près de 800 M€ fin septembre 2021, à comparer à des niveaux pré-crise d'endettement de 540 M€ et d'Ebitda de 232 M€. Dans ces conditions, pour renforcer son bilan, la CDA a dû lancer une opération d'augmentation de son capital, qui a été souscrite à hauteur de 231 M€ en juin 2021.

## **B - Pour Bpifrance, des résultats semestriels rassurants, des risques à moyen terme à surveiller**

### **1 - Des résultats financiers au premier semestre 2021 en nette amélioration**

Dans un contexte d'une forte progression des marchés financiers, le résultat semestriel net du groupe BPI au 30 juin 2021 a progressé significativement pour s'établir à 0,9 Md€, contre - 0,2 Md€ au 30 juin 2020. Cette hausse résulte de l'effet conjugué de la progression de 1,1 Md€ du produit net bancaire et de la baisse de 0,4 Md€ du coût de risque de crédit, partiellement compensée par l'augmentation des charges d'exploitation.

Les fonds propres consolidés ont progressé significativement entre le 31 décembre 2020 (24,1 Md€) et le 30 juin 2021 (27,1 Md€). Si le résultat du premier semestre (0,9 Md€) a contribué à cette amélioration, c'est surtout la hausse de 2,1 Md€ des gains latents comptabilisés directement en capitaux propres, en lien avec la forte hausse de la valeur des titres détenus, qui explique ce résultat.

### **2 - Des risques à moyen terme à surveiller**

#### *a) Un risque de perte de valeur des participations difficile à évaluer mais qui tend à augmenter*

Bpifrance suit l'exposition au risque de ses participations notamment en la comparant au CAC 40, à travers le rapport entre le risque estimé pour les investissements en direct de Bpifrance Participations (à l'exclusion des participations détenues *via* des fonds de fonds) et le risque estimé pour les 40 valeurs du CAC 40, pondéré par leur poids dans l'indice.

Le suivi de cet indicateur depuis 2015 montre une composition sectorielle plus risquée pour le portefeuille Bpifrance que pour le CAC 40, avec un écart croissant. Cette exposition résulte notamment de la concentration du portefeuille sur des valeurs cycliques plus volatiles, qui dépendent de la conjoncture économique. Leur part a augmenté fortement, passant de 46 % en décembre 2015 à 71 % en décembre 2020. Cette tendance s'est accentuée en 2020 avec une part des valeurs cycliques progressant de 7 points.

Le secteur des technologies de l'information, du fait notamment de la contribution de STMicroelectronics représente désormais un tiers du portefeuille, contre 14 % en 2015. Cela s'explique aussi par la baisse de la valeur relative des entreprises cotées d'autres secteurs, en particulier le secteur services de télécommunications, qui est passé de 42 % à 18 % sur cette période.

La part du secteur biens de consommation-automobile a également pris une importance croissante dans le portefeuille depuis l'investissement dans PSA et Valéo, deux des plus importantes participations.

L'exposition du portefeuille à la conjoncture est ainsi significative, du fait du caractère cyclique du secteur des technologies de l'information, et de la part de l'activité biens de consommation, affectée par la crise du secteur automobile.

La volatilité de la valeur du portefeuille de Bpifrance résulte aussi de la part encore importante des entreprises cotées (41 % du portefeuille, contre 52 % en 2015). Le risque est amplifié par un effet de concentration sur un faible nombre de titres : quatre valeurs (ST Microelectronics, Orange, PSA, Wordline) représentent 10,7 Md€ en valeur combinée, soit 82 % du portefeuille côté de Bpifrance (12,3 Md€).

Bpifrance a donc un enjeu de diversification de ses participations pour limiter le risque de concentration sur un nombre très limité de valeurs cotées. Face à des sollicitations croissantes d'investissement, des arbitrages sur certaines grosses participations de son portefeuille, que Bpifrance porte parfois en réalité pour le compte de l'État, apparaissent nécessaires pour lui permettre de se concentrer sur de nouvelles priorités sectorielles porteuses (la santé et les biotechnologies ne représentaient que 2 % du portefeuille en 2020) et d'accompagner la croissance de PME ou d'ETI prometteuses, avec des participations plus importantes.

#### **Un suivi des investissements perfectible**

Le suivi fin de l'exposition sectorielle de Bpifrance, déterminant pour apprécier l'exposition aux risques et l'exécution du mandat d'investissement confié à Bpifrance, n'est pas aisé.

D'une part, Bpifrance communique sur ses métiers et non sur ses actifs par secteur ou par taille. Or, il n'existe pas de correspondance entre les deux. On trouve des entreprises de taille différente dans les différents métiers, et les interventions *via* des fonds ne relèvent pas exclusivement du métier « fonds de fonds ». Il semble indispensable de suivre l'allocation des investissements de Bpifrance par secteurs d'activités, en distinguant bien entre PME, ETI et grandes entreprises.

D'autre part, les analyses d'exposition sectorielle présentées ne prennent pas en compte les sous-jacents des fonds de fonds dans lesquels Bpifrance détient des participations. L'exposition sectorielle s'étant révélé un point sensible dans le contexte de la crise sanitaire, la Cour recommande de veiller à prévenir une surexposition dans certains domaines en assurant un suivi fin et global de l'évolution de la répartition de l'ensemble des actifs détenus par Bpifrance, directement et indirectement *via* des fonds de fonds.

b) *Un risque de crédit sur une partie seulement de l'encours des créances*

Bpifrance estime que, du fait de sa politique de provisionnement volontariste et de ses anticipations macro-économiques, l'essentiel du risque de crédit a été absorbé en 2020.

Selon sa direction, le fait que les prêts entrant dans le plan Covid 19 sont garantis par l'État à des niveaux élevés laisse un risque résiduel mesuré à l'opérateur. Au-delà des PGE, qui représentent un faible encours pour Bpifrance, les prêts Atouts et les prêts Rebonds sont adossés à des fonds de garantie couvrant en principe la sinistralité attendue. Ces fonds de garantie sont abondés pour un montant significatif par une dotation de l'État pour les prêts Atouts<sup>49</sup> et des régions pour les prêts Rebonds.

Le risque de crédit est donc principalement concentré sur le stock de crédits antérieurs à la crise, dans certains secteurs exposés, et non sur le flux des nouveaux crédits dits « Covid » en 2020.

Il n'est, de plus, pas exclu que des crédits « Covid » aient été utilisés par les bénéficiaires pour rembourser des prêts plus anciens non adossés à des garanties, ce qui atténuerait les risques futurs pour Bpifrance par un effet de substitution de crédits « Covid », très largement garantis par l'État et les collectivités territoriales, à des crédits antérieurs à la crise, non garantis.

Cependant les crédits non garantis représentent plus des deux-tiers (71 %) de l'encours total des crédits accordés par Bpifrance fin 2020. Cette part significative des crédits non garantis conduit à ne pas exclure des défauts liés à la crise sanitaire, avec un effet de décalage, ce qu'a reflété la politique de provisionnement de Bpifrance.

Sont notamment concernées les PME et ETI de certains secteurs fragilisés par la crise, qui n'ont pas connu de sinistres importants en 2020 du fait des mesures de soutien gouvernementales, des différés d'amortissement et des moratoires largement accordés, mais dont la rentabilité a été affectée. Les secteurs les plus sensibles sont notamment, d'après Bpifrance, ceux des services et des industries manufacturières et mécaniques, qui représentent environ 13 % et 16 % des prêts et créances en 2020.

---

<sup>49</sup> Selon Bpifrance, pour les prêts Atout, la dotation effective du fonds de garantie par l'État s'élève à 450 M€ en 2020 (dotation nouvelle de 80 M€ sur le programme 134 et redéploiements de crédits dédiés aux garanties non consommés pour le solde) permettant en principe de couvrir un taux de sinistralité maximum attendu de 20 % sur l'encours total des crédits couverts. Bpifrance est exposée à un risque de perte à hauteur de 10 % pour chaque crédit et, au-delà de ces 10 %, en cas de dépassement de la dotation de 450 M€.

## **C - Pour les participations gérées par l'APE, des besoins complémentaires en fonds propres liés à la crise**

### **1 - La résolution des problèmes de liquidité en 2020 a laissé ouverte la question de la rentabilité de certaines participations**

Comme décrit au chapitre I, les problèmes de liquidité des principales participations publiques en situation difficile ont pu être résolus en 2020 par une combinaison de moyens comprenant des mesures transversales applicables à l'ensemble de l'économie (différés de dividendes, aides à l'activité partielle, aides diverses de trésorerie), des avances d'actionnaire, des prêts garantis par l'État, des prêts convertissables en actions directement souscrits par l'État et par d'autres actionnaires et, dans certains cas finalement limités, des apports fonds propres.

Pendant, dans beaucoup de cas, ces solutions, bien qu'efficaces, ne sont que transitoires. Ainsi les PGE, dont la souscription a été prolongée jusqu'à juin 2022, ont vocation à être remboursés en totalité, selon différentes modalités, dans un délai maximum de six années après la souscription, à condition de commencer à rembourser une année après la souscription.

Certaines entreprises sont susceptibles, grâce au retour à une activité normale, de retrouver une situation de trésorerie positive qui leur permettra de rembourser sans difficultés les avances ou les PGE dont elles ont bénéficié. D'autres, au sein du portefeuille de l'État, ont des problèmes plus structurels de rentabilité et de trésorerie qui rendront difficile le remboursement. Étant parfois déjà très endettées, elles pourraient avoir des difficultés à se refinancer sur le marché sans l'aide de l'État, à travers notamment sa souscription à des augmentations de capital.

Cela a été le cas d'Air France-KLM, qui a été dans l'obligation en 2021 de transformer l'avance d'actionnaire consentie en 2020 par l'État en emprunt à durée indéterminée (souscrit auprès de l'État) et d'organiser une augmentation de capital, largement souscrite par l'État.

D'une manière générale, les entreprises publiques qui ont fait des pertes importantes en 2020, non compensées par des excédents de même ampleur au cours des années suivantes, pourraient avoir à faire appel à l'État actionnaire dans les prochaines années.

## 2 - Des besoins futurs difficiles à évaluer avec précision

Les services de l'État ont très vite intégré le fait que, au-delà des mesures d'urgence prises au premier semestre 2020, la crise sanitaire allait engendrer des besoins complémentaires. Les premiers travaux menés par l'APE avec la DG Trésor et la DGE évoquaient des besoins importants des entreprises « stratégiques », en soulignant que les 300 Md€ de prêts garantis par l'État déjà décidés avaient vocation à couvrir les besoins de trésorerie à court terme. Au-delà de la couverture des besoins immédiats de liquidité, l'impact de la crise nécessiterait la mobilisation d'instruments de soutien complémentaires plus ciblés de la part de l'État.

Il a un moment été envisagé de réactiver la Société de prise de participation de l'État (SPPE), détenue à 100 % par l'État, déjà utilisée lors de la crise de 2008-2009, pour renforcer les fonds propres d'entreprises stratégiques fragilisées par la crise sanitaire.

Le choix de la SPPE aurait permis de lever des ressources en évitant le passage par le CAS PFE. Il aurait également permis d'intervenir avec tout type d'instruments dans des entreprises dont l'État n'était pas déjà actionnaire. Il apparaissait préférable à un recours à Bpifrance qui n'avait pas la trésorerie suffisante pour de telles opérations et qui devait préserver sa nature « d'investisseur avisé ». De même l'utilisation du fonds « Lac 1 »<sup>50</sup>, géré par Bpifrance, était considérée comme inopportune à la fois parce que sa structuration n'était pas achevée et parce qu'une mobilisation à des fins de soutien sinon de sauvetage aurait été susceptible de fragiliser certains investisseurs étrangers.

Ces travaux initiaux identifiaient une première liste de vingt-sept entreprises vulnérables de premier rang, dont trois appartenaient au portefeuille de l'APE et sept à celui de Bpifrance. L'originalité de l'approche de l'APE était de ne pas se limiter au portefeuille existant des participations publiques, mais de considérer les entreprises « stratégiques au regard des intérêts économiques de la Nation », soit une quinzaine de grandes entreprises et trois PME/ETI, en envisageant d'une part d'y investir, d'autre part d'utiliser le dispositif de contrôle des investissements étrangers pour les défendre contre les « prédateurs » étrangers.

---

<sup>50</sup> Le Fonds « Lac d'argent » rebaptisé Lac 1, doté à terme de 10 milliards d'euros, a vocation à stabiliser le capital de grandes entreprises françaises cotées et de dissuader les activistes, à travers des investissements avisés. Un premier accord finalisé est intervenu en mai 2020 à hauteur d'un peu plus de 4 milliards d'euros (dont 1 Md€ apporté par Bpifrance, 1 Md€ par le Fonds émirati Mubadala, 1 Md€ par des investisseurs de la place de Paris et notamment des assureurs, 1 Md€ en dette.

À l'appui de ce travail a été mise en place une surveillance de marché avec l'aide de banques conseils.

Au cours de l'année 2020, le périmètre du suivi des entreprises concernées a évolué et l'estimation des besoins en fonds propres des entreprises « stratégiques » a été affiné dans le cadre de ce qui a été nommé « projet Gaïa ».

### Le projet Gaïa

Dans sa version du 1<sup>er</sup> décembre 2020, un document intitulé « *Chiffrage indicatif des besoins de renforcement des fonds propres ou quasi-fonds propres des entreprises identifiées comme les plus vulnérables et stratégiques dans le contexte de la crise du Covid-19 et quantification du niveau d'intervention de l'État* » distinguait trois scénarios pour l'évaluation des besoins en fonds propres :

- un cas optimiste fondé sur le consensus des analystes de recherche (cas « *broker* ») ;
- un cas médian ou « de base » reposant sur la fourchette basse du cas « *broker* » ou sur d'autres hypothèses imaginées par les banques conseils (par exemple : retour en 2022 au niveau du chiffre d'affaires de 2019) ;
- un cas pessimiste ou « dégradé » où la reprise de l'activité est inférieure de moitié à la reprise envisagée dans le cas de base.

Une hypothèse très structurante était que les sociétés « *non Investment grade* », c'est-à-dire ne pouvant pas emprunter sur les marchés, voudraient retrouver en 2022 le même ratio Dette nette/Ebitda qu'avant la crise. Celles avec une meilleure notation pourraient accepter une baisse de leur ratio dette nette/Ebitda de 0,5 X, mais pas plus. Du niveau de dette et d'Ebitda projeté dépendait donc le niveau des fonds propres minimum nécessaires selon cette étude.

Pour évaluer le financement à la charge de l'État, l'étude retenait par ailleurs trois scénarios :

- un scénario pessimiste ou « majorant » dans lequel l'État se retrouverait seul pour financer l'augmentation de capital, sauf existence de partenaires très solides ;
- un scénario optimiste ou « minorant », dans lequel l'État suivrait à hauteur de sa quote-part au capital, et n'interviendrait pas s'il n'était pas déjà actionnaire ;
- un scénario moyen intermédiaire entre les deux précédents, ou l'État entrerait au capital à hauteur de 29,9 % lorsqu'il n'était pas déjà actionnaire.

Dans le scénario économique de base, le total des besoins en fonds propres pour l'échantillon étudié ressortait à 17,0 Md€ environ à horizon 2022, dont 9,5 Md€ à financer par l'État dans le scénario de capitalisation intermédiaire ou 13,6 Md€ dans le scénario pessimiste où les autres actionnaires seraient peu présents.

Sur la part État, l'essentiel (7,8 Md€ soit 83 % du total dans le scénario intermédiaire) concernait des participations gérées directement par l'APE.

S'agissant des participations détenues par Bpifrance, les besoins de recapitalisation à la charge de l'actionnaire public étaient évalués à 1,6 Md€.

Enfin s'agissant des participations non encore détenues par l'État mais jugées stratégiques, les besoins étaient beaucoup plus modestes, environ 100 M€ dans le scénario intermédiaire<sup>51</sup>.

Dans le scénario économique optimiste, le total des besoins à financer sur fonds publics (scénario de capitalisation intermédiaire) n'aurait été que de 7,4 Md€, mais il se montait à 13,3 Md€ dans le cas le plus pessimiste. Enfin, le cumul du cas économique pessimiste et du scénario de capitalisation également pessimiste aboutissait à un besoin de fonds publics de 19,9 Md€.

Dans tous les cas, EDF et SNCF étaient exclus de l'étude.

Ces estimations donnent donc une fourchette assez large, comprise entre 7 et 20 Md€ environ, pour les besoins en fonds propres des entreprises à participation publique résultant de la crise sanitaire, hors EDF et SNCF.

## **II - Une doctrine d'investissement des actionnaires publics à redéfinir**

### **A - Des besoins nouveaux à anticiper au-delà de la crise sanitaire**

Dans le contexte de crise sanitaire, les besoins de renforcement des capitaux propres des entreprises du portefeuille public se sont amplifiés, en conséquence des difficultés que certaines d'entre elles ont connues. L'intervention de l'État actionnaire pendant la crise a conduit notamment à renforcer les moyens de l'APE pour faire face aux besoins urgents de certaines des entreprises de son portefeuille. Bpifrance a également bénéficié d'un renforcement de ses moyens : d'une part, *via* une augmentation de capital de 3 Md€ décidée simultanément à la réorganisation du groupe intervenue en 2020 renforçant sa capacité

<sup>51</sup> Toutefois, dans d'autres scénarios étudiés en 2020, une liste complémentaire d'entreprises privées à sauvegarder a pu être envisagée.

d'intervention en compte propre et, d'autre part, *via* une augmentation des interventions pour compte de tiers, essentiellement l'État, également en très forte croissance (près de 3 Md€ en 2020), tant au titre de fonds PIA que de divers fonds sectoriels.

Au-delà de la crise, des enjeux forts de transformation de beaucoup d'entreprises publiques sont à anticiper. On peut notamment évoquer les investissements importants liés à la transition énergétique, qui concerneront bien sûr au premier chef EDF, surtout dans l'hypothèse de la construction de nouveaux réacteurs nucléaires, en complément des investissements dans les énergies renouvelables. Toutefois, cela concerne aussi d'autres filières. Ainsi, à titre d'exemple, le développement d'avions bas carbone conduira à de substantiels investissements, tant pour la filière aéronautique au sens strict, que pour le transport aérien. D'autres entreprises dont l'État est actionnaire pourraient être concernées. Le développement de nouvelles filières, tel que présenté dans le plan France 2030 le 12 octobre 2021, conduira aussi à des nouveaux investissements en fonds propres, par exemple pour soutenir des entreprises de la filière hydrogène ou spatiale.

Au-delà des entreprises à participation publique, l'État semble désormais élargir son action à la sauvegarde d'entreprise stratégiques dont il n'est pas actionnaire et à la garantie d'une autonomie plus grande dans certaines filières stratégiques, dans une logique de souveraineté économique, sans toutefois que cette évolution ait été encore clairement formalisée.

Les leviers de la régulation sont mobilisables dans certains cas pour répondre à ces nouveaux enjeux, notamment dans des activités fortement régulées telles l'énergie. Toutefois la régulation est largement déléguée à des autorités indépendantes, ce qui limite la marge de manœuvre de l'État, par exemple sur les questions de tarification.

L'État a également la possibilité d'utiliser les instruments de contrôle des investissements étrangers, dont le dispositif a été élargi récemment, tant au niveau de l'Union européenne, qu'au niveau national<sup>52</sup>. L'élargissement des possibilités juridiques de recours à ce dispositif, et son

---

<sup>52</sup> Le règlement 2019/452 du 19 mars 2019 établissant un cadre pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union permet la mise en œuvre d'une coordination entre États qui faisait défaut. La loi Pacte du 22 mai 2019 renforce les pouvoirs coercitifs du ministre de l'économie. Il peut prendre des sanctions plus importantes et des mesures conservatoires. Le décret n° 2019-1590 du 31 décembre 2019 et l'arrêté du même jour durcissent à nouveau le dispositif : notamment par un élargissement du champ des activités sensibles soumises à autorisation ; un abaissement du seuil de contrôle de 33 % à 25 % des droits de vote dans l'entreprise cible ; la déclaration d'un contrôle par un État étranger. Enfin, le décret n° 2020-892 du 22 juillet 2020 abaisse temporairement le seuil de 25 à 10 %, jusqu'au 31 décembre 2021.

caractère dissuasif, ne doivent toutefois pas laisser penser qu'une banalisation de son usage serait envisageable, sauf à risquer de dissuader les investissements étrangers<sup>53</sup>.

Enfin, le levier de la commande publique peut parfois être utilement actionné. C'est ce qui a été fait aux États-Unis dans le contexte de la crise sanitaire, sur le modèle de la Darpa<sup>54</sup>.

Ces différentes options ne suffisent pas toujours à régler la question des besoins de financement des entreprises concernées et il est parfois nécessaire d'envisager une augmentation de capital.

C'est alors à travers sa fonction d'actionnaire que l'État peut souhaiter répondre à ces nouveaux enjeux, non seulement pour des entreprises dans lesquelles il détient une participation, mais aussi pour des entreprises privées dont il souhaite contribuer à stabiliser le capital, directement, ou indirectement *via* des fonds associant des partenaires financiers privés.

Face à des besoins potentiellement très élevés, qu'il s'agisse d'accompagner des entreprises publiques dans leur transformation ou de s'engager plus avant dans la protection d'entreprises stratégiques, les perspectives de recettes traditionnelles de l'État actionnaire sont incertaines. Ainsi les dividendes dont bénéficie l'État se sont fortement réduits, reposant désormais essentiellement sur ses participations dans le secteur bancaire et financier. Or il est peu probable que ses participations dans le secteur industriel et de services permettent de dégager des dividendes importants dans les prochaines années.

Par ailleurs, la crise sanitaire a interrompu le programme de désengagement du capital de grandes entreprises prévu par l'APE, réduisant d'autant les recettes de cessions d'actifs par lesquelles celle-ci pouvait intervenir au capital d'autres entreprises. Elle a également compromis, du moins à court terme, les perspectives de cessions envisagées par Bpifrance.

---

<sup>53</sup> Le projet de rachat de Photonis, leader mondial de la vision nocturne par l'américain Teledyne a fait l'objet d'un avis oral négatif avant de se traduire par une décision négative formelle en décembre 2020 ce qui est exceptionnel. En revanche, la mise en garde orale préventive est plus fréquente et son statut juridique moins clair. Ainsi en janvier 2021, le projet de rapprochement entre le groupe canadien Couche-Tard et Carrefour, a conduit le ministre en charge de l'économie à prendre publiquement une position défavorable au titre de la souveraineté et de la « sécurité alimentaire des Français ». Cette prise de position orale a eu un effet dissuasif dans un cas de figure très extensif de la notion de souveraineté.

<sup>54</sup> *Defense advanced research projects agency*, Agence du département de la défense chargée du développement de nouvelles technologies.

## **B - Un cadre à rénover pour mieux articuler les interventions des actionnaires publics**

### **1 - La nécessaire actualisation de la doctrine d'intervention des actionnaires publics**

La crise sanitaire et le contexte nouveau évoqué *supra* frappent d'obsolescence une partie de la doctrine d'intervention de l'État en matière de participations publiques. Cette doctrine, que l'on trouve formulée par exemple dans les documents budgétaires justifiant le budget du CAS-PFE pour 2020, repose sur l'idée qu'il convient de céder progressivement des participations publiques non essentielles afin, d'une part, de contribuer au désendettement de l'État et, d'autre part, de financer les besoins des participations les plus essentielles.

Or les capacités de cessions de participations publiques se sont notablement réduites avec la crise, au moins à court terme, alors même que les besoins de participations publiques pourraient être accrus.

#### **La doctrine de l'État actionnaire présentée dans le PLF 2020**

*« Pour accompagner les entreprises dans les transitions économiques, industrielles, technologiques et écologiques, l'État intervient en fonds propres directement par l'intermédiaire de l'Agence des participations de l'État (APE) et de façon complémentaire via Bpifrance, filiale à 50 % de l'État.*

*L'APE exerce les missions de l'État actionnaire dans un souci de préservation de ses intérêts patrimoniaux.*

*Une adéquation entre le niveau de participation au capital des entreprises et les objectifs poursuivis est recherchée, dans le respect des seuils de détention fixés par la loi.*

*Face à l'impératif d'une gestion rigoureuse de la dépense publique et de la mission d'accompagner les entreprises dans leurs transitions économiques, industrielles, technologiques et écologiques, l'objectif majeur que poursuit désormais l'État consiste en la mise en œuvre d'une politique plus sélective de l'actionnariat public.*

*C'est ainsi que le Gouvernement a souhaité recentrer le portefeuille de l'État actionnaire géré par l'APE autour de trois axes prioritaires – les entreprises stratégiques qui contribuent à la souveraineté de notre pays (défense et nucléaire), les entreprises participant à des missions de service public ou d'intérêt général national ou local pour lesquelles l'État ne détient pas de leviers non actionnariaux suffisants pour préserver les intérêts publics ainsi que les interventions dans les entreprises lorsqu'il y a un risque systémique.*

*Cette doctrine d'investissement de l'État actionnaire incite ce dernier à se désengager des entreprises qui ne relèvent pas de ces trois lignes directrices et peut conduire en conséquence à une respiration du portefeuille pour dégager des ressources mais également financer l'innovation de rupture et contribuer au désendettement public, deux objectifs transversaux de l'action publique. (...).*

*Dans ce contexte, la finalité du programme est de contribuer à la meilleure valorisation possible des participations financières de l'État.*

*Dans ce but, l'État actionnaire poursuit plus précisément deux objectifs :*

- *veiller à l'augmentation de la valeur de ses participations financières ;*
- *assurer le succès des opérations de cession de certaines de ses participations financières. (...)* ».

Par ailleurs, dans le contexte d'élargissement des objectifs poursuivis pour répondre aux nouveaux enjeux résultant de la crise sanitaire ou liés à des impératifs nouveaux tels l'accompagnement des transitions énergétique et numérique, l'État actionnaire évolue dans ses modes d'intervention. Aux traditionnelles détentions directes de participations, vient s'ajouter une amplification des interventions *via* des fonds, parfois sectoriels, abondés par l'État directement, en complément de la CDC, de Bpifrance ou d'investisseurs privés.

Les objectifs visés sont multiples : apporter des fonds propres à des PME/ETI innovantes ; stabiliser le capital de grandes entreprises ; prévenir la prise de contrôle par des capitaux extra-communautaires d'ETI prometteuses dans des filières stratégiques ; consolider des filières fragilisées (automobile, aéronautique, tourisme) ; accompagner la transition énergétique, etc. L'État actionnaire est ainsi conduit, de plus en plus fréquemment, à intervenir aux côtés de Bpifrance, ou de la CDC selon les domaines, dans des opérations en fonds propres concernant des entreprises privées.

Une actualisation de la doctrine d'intervention de l'APE, qu'il s'agisse d'interventions en capital, en direct ou par l'intermédiaire d'opérateurs comme la CDC ou Bpifrance, apparaît désormais nécessaire. Pour sa part, la Caisse des Dépôts l'a formalisée en octobre 2021, sans pour autant que la complémentarité de ses interventions avec celles de l'État et de Bpifrance apparaisse clairement.

### **La doctrine d'investissement de Bpifrance**

Le pôle participations de Bpifrance opère dans le cadre d'une doctrine d'investissement adoptée par le conseil d'administration de Bpifrance le 25 juin 2013, qui décline les objectifs assignés par l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 31 décembre 2012 relative à la création de la Banque publique d'investissement, qui précise qu'elle oriente en priorité son action vers les TPE, les PME et les ETI et qu'elle accompagne la politique industrielle nationale, notamment pour soutenir les stratégies de développement de filières. Cette doctrine d'investissement permet globalement à Bpifrance d'intervenir en investisseur avisé de manière assez souple sur des segments de marché variés, *via* des investissements toujours minoritaires, en privilégiant ceux sur lesquels on observe des failles de marché et par l'apport « d'argent frais » plutôt que le rachat de participations. Cette restriction n'est pas toujours compatible avec l'objectif de protection du capital d'entreprises stratégiques dans une logique de souveraineté économique qui prend de l'importance.

L'ampleur des investissements effectués dans les grandes entreprises et *via* des fonds d'investissements ou des fonds de fonds, ne semble pas refléter l'esprit du mandat initial. Cette tendance s'est accentuée en 2020 dans le contexte de crise, avec la mise en place du fonds Lac, fait marquant en 2020 eu égard à l'ampleur de l'investissement mobilisé sur cette seule opération<sup>55</sup>.

La mise à jour de cette doctrine serait l'occasion d'actualiser la stratégie actionnariale de Bpifrance, en veillant à sa complémentarité avec celle de l'APE et de la CDC, et de décider le cas échéant de nouvelles orientations et modalités d'interventions, au-delà des objectifs assignés en 2012/2013, pour prendre en compte les nouveaux enjeux révélés par la crise sanitaire (comme la stabilisation du capital de PME et ETI stratégiques).

Cette actualisation des doctrines de l'État ou de Bpifrance, et la formalisation de celle de la CDC devra permettre de répondre à plusieurs questions.

La première est celle du périmètre d'intervention de l'État actionnaire : plusieurs scénarios sont envisageables, du retour progressif à la doctrine définie en 2017 à une formalisation d'une extension pérenne du champ d'intervention de l'État actionnaire au sens large, dans une logique de souveraineté économique. La question du périmètre concerne tant les investissements à venir que les cessions envisageables.

Deuxièmement, le financement des besoins éventuels d'intervention en capital de l'État devra être évalué à l'aune du périmètre retenu, selon des modalités à redéfinir, une fois le programme 358 supprimé, et en fonction des choix opérés en matière de cession des participations.

<sup>55</sup> Voir *supra* la note 50 sur le Fonds « Lac d'argent ».

Enfin la répartition des rôles entre les trois grands actionnaires publics devra être clarifiée de même que leurs possibles interventions communes sur de mêmes entreprises.

## **2 - Une articulation des interventions des actionnaires publics à améliorer**

Indépendamment des grands choix dimensionnant les besoins de financement, il convient de mieux articuler les modes d'interventions des actionnaires publics et de coordonner leurs stratégies actionnariales, comme le recommandait déjà la Cour dans son rapport public thématique de janvier 2017 sur l'État actionnaire.

Un certain intérêt s'attache à ce que l'État s'associe avec des donneurs d'ordre d'une filière particulière (cas des fonds automobile et aéronautique par exemple) et des investisseurs privés. Cela peut faciliter la reconnaissance du caractère « d'investissement avisé » qui, ajouté à la position de financeur minoritaire de l'État, permet d'éviter la notification formelle de chaque opération aux autorités européennes de concurrence. En utilisant des capitaux privés, cette approche permet en outre un effet de levier financier qui démultiplie l'action des capitaux publics.

Toutefois, l'État est rarement en mesure d'exercer pleinement son rôle d'actionnaire sur des structures d'investissement souvent de taille assez modeste, qui ne présentent pas les enjeux stratégiques de la gestion des grandes participations et qui supposent un suivi dans le temps et une certaine technicité. Dès lors, l'État est souvent amené à déléguer la gestion de ses intérêts à Bpifrance ou à la CDC, qui investissent par ailleurs sur leurs fonds propres et disposent de l'expertise nécessaire pour suivre ces participations. L'intervention *via* des fonds de capital-risque dans lesquels les investisseurs privés sont majoritaires s'accompagne aussi inévitablement d'un éloignement de la prise de décision d'investissement. On observe ainsi que le comité d'investissement de Lac 1, plus gros investissement de Bpifrance en 2020 (1 Md€), ne comprendra pas de représentants de l'État ou de la CDC, à la différence des prises de participations de Bpifrance supérieures à 25 millions d'euros actuellement.

De plus, les situations de co-investissement engendrent une certaine complexité, comportent un risque de confusion des rôles et ne permettent pas d'apprécier l'exposition globale des actionnaires publics. Ainsi, on peut s'interroger sur le fait que, s'agissant du fonds automobile FAA 2, Bpifrance intervienne simultanément comme mandataire de l'État qui lui délègue la gestion d'une enveloppe financière, comme opérateur du fonds, et comme investisseur pour son propre compte.

Au total, dans le cas d'investissements de montants relativement modestes, par exemple par le biais de fonds sectoriels qui ont été mis en place à l'occasion de la crise, la question se pose de la capacité de l'APE, ou d'autres administrations centrales de l'État, de jouer utilement et effectivement le rôle d'actionnaire et donc de l'intérêt pour l'État d'investir directement en fonds propres dans les entreprises.

C'est précisément à cette fin que des opérateurs comme Bpifrance – recapitalisé à hauteur de 3 Md€ en 2020 pour faire face à ce type de besoins – et dans certains cas la CDC, ont développé, à la demande de l'État, leurs interventions et mobilisé des ressources et des compétences.

Quels que soient les choix opérés, il apparaît souhaitable de veiller à limiter strictement des interventions simultanées de l'État et de la CDC ou Bpifrance en fonds propres.

## CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

*Au-delà des conséquences de la crise, visibles dans les comptes 2020 des entreprises à participation publique, de l'État, de la CDC et de Bpifrance, on ne peut exclure la matérialisation de certains risques au cours des prochaines années.*

*Les risques pesant sur le périmètre de la CDC du fait de la crise paraissent plutôt circonscrits et pourraient concerner, au-delà des risques classiques d'une activité bancaire, la situation de l'activité loisirs et des services postaux du groupe La Poste. Si Bpifrance a présenté des résultats financiers en nette amélioration au premier semestre 2021, la concentration d'une part importante de ses actifs sur quelques grosses participations constitue l'un des facteurs de risques à surveiller, à travers la mise en place d'un suivi plus fin des investissements.*

*La principale zone d'incertitude concerne l'État en tant qu'investisseur direct. La crise a conduit à une augmentation de son engagement dans le capital d'entreprises dont il est apparu comme le seul recours, notamment pour Air France-KLM ou Renault, groupes déjà fragilisés avant la crise et dont les difficultés ont été accrues par celle-ci. Les besoins de financement en fonds propres au titre de ces participations pèseront sur le budget de l'État dans les prochaines années, alors que les occasions d'intervention se multiplient.*

*Plus globalement, la crise sanitaire et l'évolution du contexte économique et industriel doivent conduire à actualiser la doctrine de l'État actionnaire en s'interrogeant tout à la fois sur le périmètre d'intervention des participations publiques, sur leur financement si elles devaient s'accroître, dans un contexte de réduction des dividendes attendus et de baisses des cessions d'actifs, et sur l'articulation des interventions des trois pôles de l'actionnariat public que sont l'Agence des participations de l'État, la Caisse des dépôts et consignations et Bpifrance*

*Dans ce contexte, la Cour formule les recommandations suivantes :*

5. *À compter des comptes 2022, rendre publique l'exposition sectorielle de Bpifrance par la présentation de l'ensemble des actifs par taille et secteur d'activité, en distinguant les investissements directs et indirects dans les entreprises. (Bpifrance)*
6. *Mettre à jour la doctrine d'intervention en capital dans les entreprises à participation publique pour tenir compte du contexte nouveau postérieur à la crise sanitaire :*
  - *en précisant les motifs de l'intervention publique ;*
  - *en définissant les ressources financières mobilisables ;*
  - *et en veillant à bien articuler les stratégies actionnariales des différents pôles de l'actionnariat public (APE, CDC, Bpifrance)*



## Liste des abréviations

Acooss : .....	Agence centrale des organismes de sécurité sociale
ADP : .....	Aéroports de Paris
APE : .....	Agence des participations de l'État
BEI : .....	Banque européenne d'investissement
BPI : .....	Banque publique d'investissement
CA : .....	Chiffre d'affaires
CAC : .....	Cotation Assistée en Continu
CAS PFE : .....	Compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'État »
CDA : .....	Compagnie des Alpes
CDC : .....	Caisse des dépôts et consignations
CDP : .....	Caisse de la dette publique
CET1 : .....	<i>Common Equity Tier 1</i>
CGE : .....	Compte général de l'État
CGEFI : .....	Service du Contrôle général économique et financier
CNP : .....	Caisse nationale de prévoyance
DGFIP : .....	Direction générale des finances publiques
DB : .....	Direction du budget
DGE : .....	Direction générale des entreprises
Ebitda : .....	<i>Earning before interest, tax, depreciation and amortization</i>
EDF : .....	Électricité de France
Epic : .....	Établissement public à caractère industriel et commercial
ETI : .....	Entreprise de taille intermédiaire
ETP : .....	Équivalent temps plein
FAA2 : .....	Fonds de l'innovation et de l'industrie
FII : .....	Fonds pour l'innovation et de l'industrie
FSI : .....	Fonds stratégique d'investissement
Insee : .....	Institut national de la statistique et des études économiques
LFR : .....	Loi de finances rectificative
PGE : .....	Prêt garanti par l'État
PIA : .....	Programme d'investissements d'avenir
PIB : .....	Produit intérieur brut
PLF : .....	Projet de loi de finances
PME : .....	Petite et moyenne entreprise
PMT : .....	Plan moyen terme
PNB : .....	Produit net bancaire
Oceane : .....	Obligations convertibles échangeables en actions nouvelles ou existante
RATP : .....	Régie autonome des transports parisiens
RECME : .....	Répertoire des entreprises contrôlées majoritairement par l'État
RSE : .....	Responsabilité sociétale des entreprises

---

SCET : ..... Services, conseil, expertises et territoires (société du groupe CDC)  
SFIL : ..... Société de financement local  
SNCF : ..... Société nationale des chemins de fer français  
Sogepa : ..... Société de gestion de participations aéronautiques  
Sovafim : ..... Société de valorisation foncière et immobilière  
SPPE : ..... Société de prise de participation de l'État  
TLA : ..... Taux du livret A  
TPE : ..... Très petite entreprise  
TEE : ..... Transition écologique et énergétique  
Vefa : ..... Ventes en l'état futur d'achèvement

# **Réponses des administrations et organismes concernés**



## Sommaire

Réponse du Premier ministre .....	109
Réponse du directeur général de Bpifrance .....	114
Réponse du directeur général de la Caisse des dépôts et consignations ....	118
Réponse du président-directeur général de la Société nationale des chemins de fer français (SNCF) .....	124
Réponse du président du conseil d'administration de Renault Group ....	126
Réponse de la présidente du conseil d'administration d'Air France-KLM.....	127

## Destinataire n'ayant pas d'observation

Monsieur le président-directeur général de la société Électricité de France (EDF)
--



## **RÉPONSE DU PREMIER MINISTRE**

*Le rapport public thématique de la Cour des comptes, intitulé « La gestion des participations financières de l'État durant la crise sanitaire », s'inscrit dans la continuité du relevé d'observations provisoires de la Cour relatif à l'impact de la crise sanitaire sur l'État, actionnaire au sens large, comprenant l'Agence des participations de l'État (APE), la Caisse des dépôts et consignations (CDC) et Bpifrance.*

*La Cour reconnaît le rôle clé de l'État dans la gestion de la crise grâce à sa réactivité et aux moyens exceptionnels déployés pour soutenir la trésorerie et les fonds propres des entreprises rendues vulnérables par celle-ci. Le portefeuille de l'État a été diversement touché, l'APE concentrant mécaniquement le plus gros impact compte tenu de la répartition sectorielle de son portefeuille (exposition aux transports notamment) et de sa doctrine d'investissement. Si l'APE a focalisé son action sur les entreprises stratégiques, comme le remarque la Cour, sa démarche ne s'est pas limitée aux entreprises de son portefeuille mais était construite pour préserver les intérêts stratégiques de la nation et était ouverte à toute entreprise qui aurait pu en avoir besoin.*

*Concernant les interventions que l'APE a conduites, la Cour semble questionner le lien avec la crise de certaines d'entre elles, notamment la SNCF, Air France-KLM et Renault, alors même que pour pouvoir être autorisées par la Commission européenne et être donc compatibles avec le régime de l'encadrement temporaire des aides d'État, les entreprises bénéficiaires ne devaient pas être en difficulté avant le déclenchement de la crise sanitaire. L'arrêt partiel du transport aérien et ferroviaire pendant le premier confinement est un évènement sans précédent. L'adoption de mesures sanitaires encore récentes prolonge l'impact de ce premier choc et reporte l'horizon d'un retour à la normale du trafic.*

*S'agissant de Renault, il ne fait aucun doute que la société n'aurait pas eu recours à ce prêt garanti par l'État (PGE) si la crise n'avait pas eu lieu, et qu'elle sera en mesure de le rembourser, de sorte qu'attribuer à des difficultés financières antérieures et persistantes la nécessité de ce prêt est très exagéré. Comme le note la Cour, la crise a « affecté la consommation, mais aussi la production d'électricité, ce qui a fait baisser la rentabilité des actifs et perturbé un programme de cessions significatif, planifié par EDF pour 2020 ». Les répercussions des reports d'opération de maintenance du fait des confinements continuent de peser sur l'activité d'EDF.*

*Quant aux plans de soutien d'Air France-KLM, il convient de signaler que, comme le relève la Cour, l'État a pris garde d'assortir son concours financier lors de l'opération de soutien en mai 2020 de garanties permettant de sécuriser le capital de l'entreprise en contrepartie de*

*l'avance d'actionnaire qu'il lui a accordée. Sur cette même opération, il faut également noter les engagements pris par l'entreprise, qu'il s'agisse d'un plan de transformation ou de contreparties environnementales, démontrant l'attention portée par l'État à ce que cette opération permette au groupe de se transformer et de retrouver, malgré la crise du secteur aérien, une situation financière aussi pérenne que possible afin de préparer l'avenir du secteur et sa modernisation.*

*En ce qui concerne Renault, le soutien de l'État a principalement consisté en l'octroi d'un PGE de 5 milliards d'euros, pour un montant finalement tiré de 4 milliards d'euros. Ainsi, Renault a pu bénéficier d'un dispositif transversal prévu par l'encadrement temporaire de la Commission européenne, qui relève de l'État garant et non de l'État actionnaire. Certes, l'APE a été fortement mobilisée sur ce dossier, en lien avec la direction générale du Trésor, du fait qu'elle disposait au sein de l'État de la meilleure vision de la situation financière de Renault. Cependant, il ne s'agit pas au sens propre d'une opération sollicitant le compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'État » (CAS PFE) et un investissement de l'État, objet du présent rapport de la Cour des comptes. Ce point mériterait d'y être plus clairement précisé afin d'éviter toute confusion.*

*S'agissant de la situation du groupe EDF, la crise sanitaire a eu un impact considérable sur sa trajectoire financière et sur sa capacité à continuer à investir massivement. Je partage à cet égard l'analyse de la Cour selon laquelle « la crise sanitaire a affecté la marge opérationnelle d'EDF [et] pourrait affecter la capacité d'EDF à tenir sa trajectoire d'investissements à moyen terme en respectant ses objectifs de maîtrise d'endettement eu égard aux conséquences de la crise sur la production et la consommation d'électricité ». C'est dans ce contexte que l'État, actionnaire majoritaire d'EDF, a décidé de souscrire au mois de septembre 2020, à l'opération d'émission d'obligations vertes à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles et/ou existantes (OCEANE) à hauteur de 40 %, pour un montant d'environ un milliard d'euros.*

*Je note que la Cour considère à ce sujet que « la participation de l'État à l'émission d'obligations OCEANE, par un versement du programme 358 au titre de l'urgence, n'apparaît pas injustifiée dans le contexte de crise sanitaire ». Par ailleurs, à plus long terme, l'État continue de souhaiter la mise en œuvre d'une réforme garantissant le financement pérenne du parc nucléaire existant et permettant de stabiliser financièrement EDF.*

*Concernant la SNCF, certains éléments contenus dans le projet de rapport public thématique paraissent témoigner d'une mauvaise interprétation des objectifs de l'opération de soutien. Je remercie la Cour d'avoir adopté une vision globale en analysant conjointement les deux mesures de soutien massif mises en œuvre par l'État en 2020 avec la reprise de 25 milliards d'euros de dettes (indépendante de la crise car*

décidée lors du nouveau pacte ferroviaire et complétée par une reprise de 10 milliards d'euros de dettes supplémentaires depuis 2022 conformément aux engagements pris en 2018) et l'augmentation de capital de 4,05 milliards d'euros. Je conteste néanmoins l'analyse de la Cour selon laquelle la crise sanitaire aurait été « l'opportunité d'une aide anticipée que l'État aurait dû apporter de toute façon ».

À la suite des mesures de soutien massives décidées en 2018 par l'État dans le cadre du nouveau pacte ferroviaire, aucun nouveau besoin de soutien public financier de SNCF Réseau n'était envisagé. Les transformations de gouvernance et de statut du groupe SNCF intervenues au 1er janvier 2020 ont visé à responsabiliser davantage la direction du groupe dans l'atteinte de ses objectifs, et à lui donner de nouveaux moyens d'action pour y parvenir. La Cour note également que « deux opérations d'aide de l'État sont particulièrement à mentionner, au-delà de la renonciation à tout dividende en 2020 ». Cette formulation laisse entendre à tort que la renonciation de l'État à ses dividendes provenant de SNCF constituerait une aide et que cette dernière serait liée à l'année de crise. L'État renonce depuis plusieurs années à tout dividende de la part de SNCF au profit d'un abondement d'un fonds de concours de l'État destiné à financer les dépenses d'investissement de SNCF Réseau. Il ne s'agit donc pas d'une mesure exceptionnelle adoptée en raison de la crise mais de la poursuite d'une action forte de l'État qui équivaut à réinvestir pour le réseau ferré national les dividendes auquel l'État aurait droit. La définition de la politique de dividendes par l'État ne constitue nullement une aide mais correspond à l'exercice de son rôle d'actionnaire. Indépendamment du soutien de l'État en 2020, le groupe SNCF a d'ailleurs versé 762 millions d'euros au fonds de concours mi-2020, comme l'indique son rapport financier annuel.

S'agissant de Bpifrance, la Cour préconise un arbitrage sur certaines grosses participations du portefeuille, participations qu'elle porte parfois pour le compte de l'État. Cet arbitrage lui permettrait de se concentrer sur de nouvelles priorités sectorielles (comme la santé) et de mieux accompagner la croissance des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire, avec des participations plus importantes. J'émet deux observations sur cette recommandation intéressante.

D'une part, l'opportunité d'une cession de ces participations doit s'apprécier au regard des nombreux enjeux qui s'attachent au maintien d'une participation publique dans les entreprises stratégiques (comme Orange ou Stellantis). La recherche de liquidité ne peut donc pas être le seul déterminant d'une telle opération. D'autre part, au-delà d'une simple approche sectorielle, les marges de manœuvre dégagées par de telles opérations ne doivent pas conduire Bpifrance à investir dans des entreprises ou des services peu technologiques et non délocalisables. Par ailleurs, la Cour semble considérer que l'EPIC Bpifrance ne servirait que

*d'intermédiaire, pour permettre à l'État d'apporter une garantie irrégulière (et implicite) sur la dette de Bpifrance SA. Cette appréciation est infondée. La garantie de l'EPIC Bpifrance à Bpifrance SA relève de l'article L. 511-7 du code monétaire et financier permettant à des entreprises d'apporter leur garantie à l'intérieur d'un même groupe. Je considère que la garantie de l'EPIC Bpifrance est une garantie accordée explicitement par une personne morale distincte de l'État. La garantie de l'EPIC est compatible avec la LOLF, puisqu'il s'agit d'une garantie de l'EPIC et non de l'État, qui n'est pas engagé vis-à-vis des débiteurs de BPI.*

*La Cour a formulé plusieurs recommandations qui appellent des observations de ma part.*

*Recommandation n° 1 : la Cour déplore la dissociation du portage des titres EDF entre l'APE et l'EPIC Bpifrance. Je tiens à préciser que l'APE assure seule le rôle de l'actionnaire et porte la voix de l'État actionnaire auprès d'EDF, nonobstant le portage des titres par l'EPIC Bpifrance dont l'objectif est d'assurer une partie du financement du fonds pour l'innovation et l'industrie (FII) par la rémunération de ces titres qui y sont logés. Par ailleurs, l'APE dispose d'une convention de gestion avec l'EPIC Bpifrance qui encadre notamment la dotation de l'EPIC et prévoit la capacité pour l'État de reprendre à tout moment en partie ou en totalité les dotations initiales en titres et en numéraire.*

*Recommandation n° 2 : le programme 358 a été créé pour abonder en recettes le Compte d'affectation spéciale (CAS) « Participations Financières de l'État » lors de la mise en œuvre des opérations de soutien aux entreprises touchées par la crise sanitaire.*

*La Cour estime que la crise sanitaire pourrait avoir induit des besoins d'intervention à moyen terme sur le périmètre des entreprises du portefeuille de l'APE. À ce stade, le dimensionnement du programme 358, décidé au moment de la deuxième loi de finances rectificative, s'est révélé plus important que les besoins réels d'intervention. Le programme 358 a ainsi, au 31 décembre 2021, été mobilisé à hauteur de 9 milliards d'euros sur un total de 20 milliards d'euros de ressources initialement ouvertes, notamment du fait de la mobilisation d'autres outils de politique économique qui ont permis de minorer ou reporter de tels besoins d'intervention en capital. S'il peut paraître prématuré de se prononcer dès à présent sur d'éventuels besoins en capitaux pour les années à venir, qui dépendront du contexte économique et du fonctionnement des marchés de capitaux et obligataires, le Gouvernement sera attentif à répondre à de tels besoins s'ils devaient se faire jour.*

*Recommandation n° 3 : La Cour souhaite que soient définies les modalités d'une consolidation des participations financières directes et indirectes de l'État. L'article 30 de la LOLF dispose que les règles*

*applicables à la comptabilité générale de l'État "sont arrêtées après avis d'un comité de personnalités qualifiées publiques et privées dans les conditions prévues par la loi de finances. Cet avis est communiqué aux commissions de l'Assemblée nationale et du Sénat chargées des finances et publié". Des réflexions en ce sens ont été initiées au sein du Conseil de normalisation des comptes publics (CNoCP) et ont donné lieu, sur le champ des opérateurs de l'État, à une expérimentation au sein du ministère de l'Europe et des affaires étrangères. À ce stade des travaux préparatoires à son programme de travail pour 2022, des expérimentations complémentaires sont envisagées. En tout état de cause, la DGFIP, en charge de la production des comptes de l'État, respecte les normes comptables en vigueur qui, en l'état, n'imposent ni ne définissent les règles applicables à l'établissement de comptes consolidés.*

*Enfin, en ce qui concerne la doctrine de l'État actionnaire, celle-ci a évolué ces dernières années. Elle a été précisée en 2014 puis ajustée en 2017 pour couvrir les entreprises stratégiques qui contribuent à la souveraineté de notre pays (défense et nucléaire), les entreprises participant à des missions de service public ou d'intérêt général national ou local et les entreprises en difficulté dont la disparition pourrait entraîner un risque systémique. L'APE peut détenir des participations majoritaires ou minoritaires, avec un horizon de détention long qui lui permet d'accompagner ces entreprises stratégiques dans la durée.*

*Je tiens à souligner que l'État actionnaire a amendé sa doctrine d'intervention pour répondre aux conséquences de la crise sanitaire qui a interrompu le mouvement de cessions et a conduit l'APE à adapter le pilotage des entreprises de son portefeuille, ainsi que son intervention dans le but de préserver les entreprises stratégiques françaises. L'État a ainsi pleinement joué son rôle d'actionnaire de long terme en assurant aux entreprises les capitaux dont elles avaient besoin pour améliorer leur situation bilancielle et sécuriser leur capital face aux prises de contrôle inamicales dont elles pourraient faire objet dans un contexte d'effondrement des valeurs boursières. En vue de la prochaine mandature, l'APE prépare actuellement sa feuille de route stratégique qui aura vocation à être déclinée en doctrine d'intervention de l'État actionnaire par le Gouvernement.*

*La Cour estime qu'une révision de la doctrine de l'État actionnaire, et de l'articulation entre les interventions respectives de l'APE, de la Caisse des Dépôts et de Bpifrance, serait devenue nécessaire à la suite de la crise. Le contexte de crise a certes justifié des interventions exceptionnelles qui ont contribué à infléchir momentanément les modalités d'intervention de l'État actionnaire, et notamment le caractère théoriquement autofinancé des interventions en capital au bénéfice des entreprises du portefeuille de l'État actionnaire, par le biais de cessions (qui ont été rendues inopportunes à court terme du fait de la chute de plusieurs valorisations boursières).*

*Il semble néanmoins que malgré ce contexte, et malgré des difficultés conjoncturelles de financement du fonctionnement de l'État actionnaire,. Une réflexion sur une possible évolution de la doctrine de l'État actionnaire me paraît prématurée, alors que le contexte pré-crise montrait des conséquences pleinement satisfaisantes au plan budgétaire de la révision de la doctrine qui avait été réalisée en 2017. En tout état de cause, cette doctrine ne saurait être qualifiée d'obsolète du seul fait de la survenue de la crise sanitaire, qui est par nature un contexte d'exception.*

### **RÉPONSE DU DIRECTEUR GÉNÉRAL DE BPIFRANCE**

*Par votre courrier daté du 23 décembre 2021, vous avez bien voulu m'adresser le rapport public thématique (RPT) que la Cour des Comptes consacre à l'impact de la crise sanitaire sur l'État actionnaire.*

*Je souhaite tout d'abord remercier la Cour pour la qualité de ce rapport, dont, pour l'essentiel, je rejoins les analyses. Ceci résulte, au moins en partie, de la qualité des échanges que les équipes de Bpifrance ont eu avec les rapporteurs tout au long de leurs travaux. Au terme de ces analyses, la Cour formule plusieurs recommandations à l'endroit de Bpifrance sur lesquelles je souhaiterais apporter quelques éclairages et éléments de réponse.*

*La Cour recommande tout d'abord que Bpifrance « veille à la clarté et à la cohérence des périmètres dans les communications financières relatives aux comptes du groupe Bpifrance et de ses filiales et à délivrer une information plus détaillée sur les changements notables de méthode ou d'estimation intervenues au cours de l'exercice. » Cette recommandation découle d'observations formulées dans le corps du rapport mettant en exergue la complexité de la matière qu'ont dû affronter les auditeurs dans leur exploitation de l'information publiée par Bpifrance dans son document d'enregistrement universel de l'année 2020 et dans le rapport d'activité de sa holding d'investissement, Bpifrance Participations.*

*Sans entrer ici dans le détail d'une explication des options comptables retenues par Bpifrance que vous trouverez en annexe à la présente, je précise que l'information financière relative aux comptes, tant sociaux que consolidés, publiée par Bpifrance, a systématiquement été validée par ses commissaires aux comptes d'une part et par l'AMF d'autre part, et ne peut donc en aucun cas être soupçonnée d'une quelconque déficience, notamment au regard de la réglementation. Ceci dit, je comprends aisément que l'absorption, fin 2020, de Bpifrance SA par sa filiale Bpifrance Financement ainsi qu'une évolution de certaines méthodologies comptables aient pu*

*rendre ponctuellement la lecture des informations financières de l'année peu aisée. Enfin, certaines incohérences existant entre les normes IFRS, qui président à l'établissement des comptes consolidés du groupe, et les normes françaises, dans lesquelles sont établis les comptes sociaux de ses entités, sont classiquement à l'origine de certains effets de composition parfois difficiles à appréhender.*

*La Cour recommande ensuite que « à compter de la publication des comptes 2022, [Bpifrance rende] publique l'exposition sectorielle [de son portefeuille] par une présentation de l'ensemble des actifs par taille et secteur d'activité, en distinguant les investissements directs et indirects dans les entreprises. »*

*Cette recommandation fait suite aux analyses du RPT selon lesquelles « le suivi fin de l'exposition sectorielle de Bpifrance, déterminant pour apprécier l'exposition aux risques et l'exécution du mandat d'investissement confié à Bpifrance, n'est pas aisé. D'une part, Bpifrance communique sur ses métiers et non sur ses actifs par secteur ou par taille. Or, il n'existe pas de correspondance entre les deux. On trouve des entreprises de taille différente dans les différents métiers, et les interventions via des fonds ne relèvent pas exclusivement du métier « fonds de fonds ». Il semble indispensable de suivre l'allocation des investissements de Bpifrance par secteurs d'activités, en distinguant bien entre PME, ETI et grandes entreprises. D'autre part, les analyses d'exposition sectorielle présentées ne prennent pas en compte les sous-jacents des fonds de fonds dans lesquels Bpifrance détient des participations. »*

*Bpifrance partage naturellement le souci de la Cour de l'amélioration du suivi de la composition de son portefeuille d'investissement, direct ou intermédié par des fonds partenaires, en tenant compte de la taille et du secteur de ses participations. Ceci dit, s'agissant des publications financières de Bpifrance, je tiens à préciser qu'elles respectent strictement les dispositions réglementaires, tant comptables ou prudentielles, en vigueur. Celles-ci imposent notamment que les découpages sectoriels soient cohérents avec la manière dont l'entreprise est organisée. Ainsi, en application de la norme IFRS 8, il convient de présenter l'information sectorielle publiée selon l'organisation de l'entreprise de préférence à toute autre approche.*

*De ce fait, l'activité d'investissement en fonds propres (directe et en fonds de fonds) de Bpifrance représente un secteur opérationnel figurant dans les annexes aux états financiers du groupe (au même titre que les activités de crédit, de garantie ou encore d'aide à l'innovation). Il fait de surcroît l'objet d'une présentation par métiers (capital développement, capital innovation et fonds de fonds) au sein du rapport de gestion.*

*Il me semble en outre excessif d'affirmer que l'organisation du métier d'investissement direct de Bpifrance n'est pas cohérente avec la taille des entreprises investies. Le métier du Capital Développement est ainsi composé d'un compartiment mid & large d'une part, qui investit exclusivement dans des grandes entreprises et des grosses ETI, et d'une équipe PME spécialisée dans les investissements dans les PME et petites ETI (notamment régionales), d'autre part. Concernant le métier du capital innovation, la référence à la taille des entreprises est assez inadaptée, les start up ne réalisant généralement que peu de chiffre d'affaires. S'agissant de l'activité de fonds de fonds, le métier n'est pas organisé en fonction de taille des entreprises cibles mais du segment de marché des fonds souscrits (schématiquement capital risque et capital développement).*

*S'agissant de l'analyse sectorielle du portefeuille, elle se concentre effectivement aujourd'hui sur les seuls investissements directs de Bpifrance. Elle est présentée chaque trimestre aux instances de gouvernance (comité des risques et conseil d'administration), où elle est déclinée par métier, afin de respecter un axe d'analyse cohérent avec l'organisation opérationnelle de Bpifrance. Il est envisagé de compléter cette approche en incluant dans cette analyse, en 2022, la répartition sectorielle du portefeuille sous-jacent du fonds de fonds. La mise en place de ce reporting se heurte cependant à des difficultés opérationnelles. En effet, en l'absence d'obligation réglementaire, les reportings adressés à Bpifrance par les sociétés de gestion partenaires ne sont pas systématiquement complets sur ce point et très hétérogènes (référence à des classifications différentes selon les entités : code APE, NAF, GICS, voire référentiels ad hoc). Ce complément d'analyse sera présenté aux instances de gouvernance de Bpifrance dès qu'il aura pu être mis en œuvre.*

*La Cour recommande enfin de « mettre à jour de la doctrine d'intervention en capital dans les entreprises à participation publique pour tenir compte du contexte nouveau postérieur à la crise sanitaire, en :*

- précisant les motifs de l'intervention publique ;*
- définissant les ressources financières mobilisables ;*
- et en veillant à bien articuler les stratégies actionnariales des différents pôles de l'actionnariat public. »*

*À ce sujet, je souhaite rappeler que Bpifrance opère, depuis l'origine, dans le cadre d'une doctrine d'investissement, présentée au Parlement et adoptée par le Conseil d'administration de Bpifrance en juin 2013. En synthèse, ce document fixe les quelques grands principes des interventions de Bpifrance en fonds propres comme investisseur avisé, sur l'ensemble des segments de marché (des premiers tours de levée de fonds des start up jusqu'à des prises de participations au capital de grande*

*entreprises, en passant par des investissements permettant de soutenir le développement des PME et ETI), via des investissements toujours minoritaires, en privilégiant l'apport d'argent frais sans pour autant s'interdire des opérations de secondaire lorsque c'est nécessaire<sup>56</sup>. Or, force est de constater que cette doctrine demeure pleinement d'actualité. Elle a notamment permis à Bpifrance de répondre aux enjeux révélés par la crise sanitaire, à l'instar de la problématique de stabilisation du capital des PME et ETI stratégiques soulevé par la Cour.*

*Dans le corps du rapport, la Cour insiste également sur l'importance d'une articulation claire des différents acteurs publics dans leurs interventions en fonds propres dans les entreprises. Autant je rejoins la Cour sur l'importance de la lisibilité de l'action publique en la matière, autant je ne pense pas que celle-ci implique nécessairement la mobilisation de financements de ressources d'un seul acteur public. Au contraire, la mobilisation simultanée de financements publics de plusieurs origines pour alimenter des fonds d'investissement gérés de manière avisée et ne prenant qu'une part minoritaire au capital des entreprises ne pose pas a priori de difficulté. C'est d'ailleurs une pratique à laquelle Bpifrance recourt de longue date, notamment dans le domaine des fonds régionaux souscrits à la fois par Bpifrance et les Régions. De même, Bpifrance et la Caisse des Dépôts mobilisent historiquement des ressources conjointes pour financer des investissements dans des domaines d'intérêt commun (ex. les entreprises du secteur du tourisme). Plus encore, la mobilisation simultanée des ressources de plusieurs acteurs publics possède, à mon sens, deux avantages clés :*

- compenser l'insuffisance des ressources que, séparément, chacun de ces acteurs publics aurait à consacrer à telle ou telle thèse d'investissement ;*
- assurer un alignement des intérêts de Bpifrance avec ceux des autres souscripteurs des fonds qu'elle gère et dans lesquels elle investit ses fonds propres.*

*De ce fait, la question de la bonne articulation entre les acteurs publics de l'investissement en fonds propres dans les entreprises me semble avant tout renvoyer à l'enjeu de la compétence et du métier. Pour ne citer que des exemples récents, si l'État, avec le Plan de Relance en 2020/2021 (et le plan France 2030 à partir de 2022) a confié la gestion des ressources*

---

<sup>56</sup> Notamment dans les cas suivants : (i) la transmission générationnelle d'une PME, (ii) la sortie d'une partie des investisseurs historiques dans des entreprises à fort potentiel de croissance, notamment innovantes et (iii) le rachat de participations pour maintenir une présence significative d'investisseurs français au capital d'entreprises considérées comme sensibles ou stratégiques.

*à Bpifrance, c'est pour mobiliser ses compétences d'investisseur et son expertise sectorielle dans des domaines tels que l'aéronautique et l'automobile. De même, la souscription de la CDC dans les fonds France Investissement Tourisme, gérés par les équipes d'investissement de Bpifrance, permet à cette dernière de bénéficier de leur expertise historique dans le domaine des PME du secteur du tourisme. Ce modèle, qui est notamment celui de l'intervention historique du PIA en fonds propres et qui repose sur la gestion par Bpifrance des fonds abondés par d'autres acteurs publics, doit être pleinement préservé. Il est en effet parfaitement adapté pour intervenir dans des secteurs ou des segments de marchés pour lesquels on estime que des fonds publics doivent faire levier sur l'investissement privé mais où le couple rendement/risque est trop déséquilibré pour qu'il puisse être porté par les seuls fonds propres de Bpifrance.*

### **RÉPONSE DU DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS**

*J'ai pris connaissance avec le plus grand intérêt du rapport public thématique sur la gestion des participations financières de l'État durant la crise sanitaire, que je vous remercie de m'avoir fait parvenir.*

*L'impact de la crise sanitaire sur la Caisse des Dépôts a, comme l'indique la Cour, été maîtrisé sur ses deux sections (section générale et section du Fonds d'épargne), et les évolutions en 2021 « n'inspirent [pas] de réelles inquiétudes qui résulteraient de risques importants liés à la crise sanitaire et qui ne se seraient pas matérialisés en 2020 ».*

*De même, si la Caisse des Dépôts doit, en cas de crise, engager une action contracyclique, elle a effectivement « été proactive » pour jouer pleinement ce rôle en 2020.*

*Ainsi, dès le mois de mars 2020, 145 M€ ont été engagés dans 19 fonds d'urgence régionaux, en partenariat avec les collectivités locales, afin de soutenir la trésorerie des très petites entreprises et du secteur de l'économie sociale et solidaire.*

*Au-delà, la Caisse des Dépôts a contribué à l'effort de relance en mobilisant 26 Md€ autour de quatre axes, avec l'objectif de déployer 80% de cette enveloppe d'ici à la fin de cette année. Au 30 septembre 2021, ce sont déjà plus de 12 Md€ qui ont été engagés, sur l'ensemble du territoire :*

- 2,3 Md€ en faveur de la transition écologique, notamment pour des projets de rénovation énergétique, de développement des mobilités propres et d'amélioration des réseaux d'eau et des systèmes de traitement des déchets ;*

- 4,2 Md€ afin de soutenir l'économie et les entreprises: financement de solutions numériques pour les commerces de cœur de ville, structuration de 60 foncières commerciales de redynamisation, réhabilitation de friches industrielles, soutien aux acteurs du tourisme, ... ;
- 5,4 Md€ pour répondre aux besoins en logements, avec le lancement d'un programme de 40 000 logements par CDC Habitat, le financement de 8 800 logements étudiants ou encore le lancement de deux campagnes de titres participatifs, souscrites par les organismes du secteur à hauteur de 705 M€ ;
- 200 M€ en vue de renforcer notre action dans le secteur médico-social (redéploiement des maisons de santé dans les territoires ruraux, développement de solutions d'e-santé, financement d'EHPAD, ...) et de renforcer l'inclusion numérique.

Ce faisant, la Caisse des Dépôts n'entend ainsi pas seulement réagir aux conséquences de la crise sanitaire — en atténuant ses effets et en favorisant la relance — mais également œuvrer pour une transition vers une économie plus durable et plus solidaire.

Je partage donc très largement les conclusions de la Cour relatives à la Caisse des Dépôts ; mais je souhaite attirer l'attention sur quelques points résiduels qui me semblent devoir être précisés.

En premier lieu, il est consacré d'importants développements relatifs à l'évolution des modes d'intervention de l'État « dans le contexte d'élargissement des objectifs poursuivis » face à la crise sanitaire mais aussi pour répondre à d'autres enjeux de développement ou encore de souveraineté.

Ces évolutions ont conduit la Cour à émettre une recommandation à l'attention de la Caisse des Dépôts, de l'APE et de Bpifrance, en vue de : « Mettre à jour la doctrine d'intervention en capital dans les entreprises à participation publique pour tenir compte du contexte nouveau postérieur à la crise sanitaire, en précisant les motifs de l'intervention publique, en définissant les ressources financières mobilisables et en veillant à bien articuler les stratégies actionnariales des différents pôles de l'actionnariat public ».

S'agissant de la Caisse des Dépôts, cette mise à jour a été formalisée en octobre 2021 avec l'adoption d'une nouvelle « doctrine d'actionnaire stratégique » qui clarifie les principes, les objectifs et les modalités de son action.

Cette doctrine prévoit notamment que l'action de la Caisse des Dépôts est guidée par les principes suivants :

- *Cohérence entre l'activité des filiales et les objectifs stratégiques prioritaires du groupe Caisse des Dépôts (transition écologique, développement économique, cohésion territoriale et habitat, cohésion sociale) ;*
- *Exigence de rentabilité des participations permettant de préserver les équilibres financiers du Groupe et de contribuer au financement des activités d'intérêt général ;*
- *Préservation des intérêts des sociétés dans lesquelles la Caisse des Dépôts intervient, de leurs clients et de leurs collaborateurs ;*
- *Investissement de long terme sans horizon de sortie prédéfini ;*
- *Rôle actif dans la gouvernance de ses participations avec une présence systématique dans les instances de gouvernance ;*
- *Champ d'intervention national des sociétés (versus uniquement régional ou local).*

*Ces principes préservent bien l'autonomie de gestion dont dispose la Caisse des Dépôts, ainsi que la capacité de mouvement et d'innovation dont elle a fait preuve ces dernières années par l'évolution de son portefeuille de participations stratégiques et au travers de fonds de place et de fonds lancés en propre.*

*Ces principes permettent également de caractériser le champ d'intervention de la Caisse des Dépôts en tant qu'actionnaire stratégique, notamment par rapport à celui de Bpifrance. **Il revient en effet aux actionnaires de Bpifrance de définir son champ et ses modalités d'intervention** et de veiller à ce que la banque publique intervienne systématiquement dans le cadre de la doctrine qu'ils ont adoptée. Ainsi, Bpifrance a vocation à intervenir sur les segments de marché ou dans les entreprises pour lesquels les autres acteurs financiers, privés comme publics, ne sont pas, ou pas assez, présents. À la différence de l'État ou de la Caisse des Dépôts, elle doit focaliser prioritairement son action sur les TPE, les PME et les ETI, ses investissements au capital de plus grandes entreprises devant rester ponctuels, et elle doit intervenir systématiquement en minoritaire en coinvestissant avec des acteurs privés dans une logique de recherche d'un effet d'entraînement à l'argent public. Bpifrance doit privilégier les secteurs et les filières en croissance (tels que le numérique, les biotechnologies, l'agroalimentaire, l'aéronautique et les éco-industries), dans la logique d'accompagnement de la politique industrielle nationale. À l'inverse, elle ne doit pas investir dans certains secteurs (infrastructures, immobilier, secteur financier — à l'exception des fintechs —, presse, SEM). Enfin, Bpifrance doit privilégier l'apport d'argent frais et, tout en investissant à long terme, elle a vocation à faire tourner son portefeuille dans un souci de bonne gestion des risques, de libération de marges de manœuvre pour financer de nouveaux investissements et de valorisation de son patrimoine.*

*La Cour indique par ailleurs que « Quels que soient les choix opérés, il apparaît souhaitable de veiller à éviter des interventions simultanées de l'État et de la CDC ou Bpifrance en fonds propres ». Je ne partage que partiellement cet avis. S'il est préférable, dans une perspective d'efficacité opérationnelle, que le pilotage d'une intervention soit assuré par un acteur unique, ceci n'est pas contradictoire avec la mobilisation de plusieurs sources d'apport en fonds propres qui permettent une augmentation et une accélération de la capacité d'action, utile en particulier pour répondre à des enjeux de grande ampleur ou à des situations de crise.*

*En second lieu, le rapport évoque « la contribution de l'activité gestion d'actifs (GDA) [au plan de relance], c'est-à-dire des investissements en actions ou produits de taux financés par la section générale, [qui] devait représenter 400 M€ sur 5 ans, soit 215 M€ en 2020 et 185 M€ en 2021. De nouveaux investissements dans les fonds de place, les fonds de dettes et l'immobilier étaient envisagés. »*

*Il convient tout d'abord de mentionner que ces engagements sont financés par les deux sections, section générale et Fonds d'épargne. Le montant lui-même doit être précisé : pour 2020, les volumes d'engagement sont en fait de 414 M€, à raison de 250 M€ engagés dans les fonds Assureurs-CDC Relance Durable France et de 164 M€ en enveloppes d'investissement complémentaires.*

*Enfin, ce montant présente une vision limitée de l'action réalisée dans le cadre de l'activité de gestion d'actifs dans la crise.*

*D'une part, la Caisse des Dépôts a pleinement joué son rôle contracyclique lors du pic de la crise financière de mars-avril 2020. Alors que les marchés boursiers ont reculé de plus de 30 % en quelques semaines et que le marché des obligations d'entreprises s'est fortement tendu avec un élargissement brutal des spreads de crédit, la période a été mise à profit pour accroître les investissements et exploiter les marges de manœuvre dans une approche sélective et dans le respect de la doctrine d'investisseur de long terme. Cela s'est traduit par un volume d'activité fortement accru sur l'ensemble des portefeuilles de la Caisse des Dépôts (+73 % d'opérations sur les actions cotées au 1<sup>er</sup> semestre 2020 par rapport à 2019 et 2,7 Md€ investis en obligations d'entreprises entre mars et mai).*

*Cette action de la Caisse des Dépôts a contribué à stabiliser les marchés et facilité le succès des premières émissions obligataires d'entreprises qui ont réactivé le marché primaire.*

*D'autre part, l'ensemble des engagements pris dans le cadre de la relance, en intégrant les mesures prises en 2021, atteignent en fait 1,216 Md€, qui se répartissent de la façon suivante :*

- *Fonds Relance Durable France (FFA-CDC) - 2020 : 250 M€. Prêts Participatifs Relance (FFA-CDC) - 2021 : 300 M€. Obligations Relance (FFA-CDC) - 2021 : 150 M€.*
- *Engagements supplémentaires propres à la Caisse des Dépôts en fonds de capital et de dettes, comme contribution au plan de relance — 2020-2021 : 310 M€ étaient initialement visés, 426 M€ finalement engagés.*
- *Fonds Objectif Climat — 2020 : 90 M€.*

*Enfin, la relance de l'économie passe aussi par le développement d'entreprises nouvelles, en particulier dans le secteur de la technologie. La Caisse des Dépôts a mis en place en 2020, via sa filiale CDC Croissance, un nouveau fonds d'investissement, CDC Tech Croissance, entièrement dédié aux petites et moyennes entreprises technologiques françaises cotées à Paris. Cette initiative s'inscrit dans le cadre de la mise en œuvre des recommandations du rapport de Philippe Tibi sur le financement de ces secteurs. Plus de 200 M€ sont d'ores et déjà investis par ce fonds en « small caps » technologiques cotées.*

*Au global, le caractère contracyclique de l'intervention du groupe Caisse des Dépôts doit s'apprécier au regard du contexte qui s'est caractérisé notamment par une diminution des fonds propres consolidés. L'accroissement de plus de trois milliards d'euros des investissements sur l'ensemble de ses métiers malgré cette baisse alors que les entités privées réduisaient les leurs, a bien constitué un effort contracyclique. Le modèle de la Caisse des Dépôts lui permet ainsi, en cas de crise, de ne pas réduire voire d'augmenter ses investissements. Le contenu des enveloppes a aussi été revu, certains montants ayant été redéployés sur des actions en ligne avec les priorités de la relance partagées avec l'État.*

*En troisième lieu, s'agissant de la ligne de prêt de 1 Md€ en faveur de Bpifrance, la Cour évoque une intervention « à la limite d'une utilisation légitime des fonds centralisés à la Caisse des Dépôts au sein du fonds d'épargne » et estime « non négligeable » « le coût de cette ressource en provenance du Livret A ».*

*Sur le plan juridique, les emplois du Fonds d'épargne sont fixés, dans le cadre de l'article L. 221-7 du code monétaire et financier, non par le Fonds d'épargne lui-même mais « par le Ministre chargé de l'Économie », par lettre d'autorisation, avec des domaines d'emplois prioritaires comme le logement social. En l'occurrence, c'est par lettre d'autorisation en date du 3 avril 2020 que le ministre a autorisé le prêt et en a fixé les conditions.*

*Sur le fond, le financement des entreprises par l'épargne réglementée centralisée à la Caisse des Dépôts, sur Fonds d'épargne, n'est pas une nouveauté. Le CODEVI, depuis transformé en LDDS, était précédemment intégralement dédié au financement d'OSEO (avant son intégration dans Bpifrance). OSEO a bénéficié de lignes de financement de 1994 à 2011 (dont 4,8 Md€ de prêts entre 2001 et 2011, dont l'encours résiduel est encore de 450 M€ à fin 2020). Le besoin de financement pour cette activité a cependant retrouvé toute son actualité en raison de la crise sanitaire, avec la mise en place de financements d'urgence par Bpifrance dans un contexte de raréfaction de la ressource de marché. Il aurait été assez paradoxal que Bpifrance soit laissée sans soutien lorsqu'elle en avait besoin, alors que le Fonds d'épargne, comme le souligne le rapport, collectait des montants anormalement élevés. Ce financement est par ailleurs garanti par l'Établissement public Bpifrance, comme requis par la lettre du ministre, satisfaisant ainsi le critère d'une garantie publique. Il répond en conséquence à l'urgence de la crise, et s'inscrit dans la continuité d'opérations de financement de cet établissement par le Fonds d'épargne.*

*Par ailleurs, la ligne de prêt proposée à Bpifrance permet de mobiliser des fonds jusqu'à une maturité de 3 ans ; il ne s'agit donc pas d'une « ligne de trésorerie ». Enfin, le coût de cette ligne n'apparaît pas excessif au regard de l'indisponibilité, à cette période, de financements classiques tirés des marchés ou des établissements bancaires. Il permet de dégager une marge pour le Fonds d'épargne. Son taux n'a d'ailleurs pas été fixé par la Caisse des Dépôts, mais par le ministère de l'économie, des finances et de la relance.*

*En quatrième lieu, la Cour mentionne l'obligation dans laquelle a été placé le Fonds d'épargne de « puiser dans sa réserve « fonds pour risques bancaires généraux » [FRBG] à hauteur de 670 M€ pour dégager un résultat net positif (210 M€) et couvrir un déficit de fonds propres qui, compte tenu du modèle prudentiel utilisé par la CDC, s'établissait à 415 ME »*

*Le déficit constaté en 2020 reste d'ampleur mesurée au regard de l'intensité de la crise intervenue, alors même que, simultanément, les variables déterminant la rentabilité du Fonds d'épargne étaient toutes conjointement très dégradées : inflation devenue négative, marchés actions en baisse, dividendes réduits, taux fortement négatifs. Malgré ces conditions très défavorables, le déficit a été contenu, grâce notamment à la résilience des revenus des prêts et, plus marginalement, aux actions de pilotage entreprises. La bonne tenue de l'économie devrait permettre au Fonds d'épargne, et malgré la persistance d'un environnement de taux extrêmement bas, de retrouver une rentabilité satisfaisante.*

*En dernier lieu, la Cour indique que « Bien qu'il ne s'agisse pas d'un dividende, [...] la rémunération de la garantie apportée par l'État au fonds d'épargne a été annulée en 2020, alors qu'elle représentait 0,5 Md€ en 2019, ce qui a été justifié par la nécessité de renforcer les fonds propres du fonds d'épargne dans le contexte de la crise sanitaire, et confirme, au passage, le caractère discrétionnaire de ce prélèvement. »*

*Le prélèvement effectué sur le Fonds d'épargne repose sur la nature même de celui-ci plus qu'il ne procède d'une décision discrétionnaire. Fonds confié par l'État à la Caisse des Dépôts, qui en assure la gestion, et reposant sur une ressource qui n'existe que par le statut particulier des livrets réglementés, le Fonds d'épargne n'a pas vocation à accumuler des résultats au-delà de la couverture de ses besoins en fonds propres, comme requis par son modèle. La pratique est donc, depuis sa création, de reverser à l'État l'intégralité de son résultat, déduction faite des dotations aux provisions et au FRBG, à titre de rémunération de sa garantie et, pour partie, de compensation de la dépense fiscale générée par les livrets. En l'absence de résultat, et afin de ne pas renforcer encore le besoin de fonds propres du Fonds d'épargne, il était logique de renoncer à ce versement, ce qui ne remet pas en cause cette pratique.*

### **RÉPONSE DU PRÉSIDENT-DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA SOCIÉTÉ NATIONALE DES CHEMINS DE FER FRANÇAIS (SNCF)**

*Vous m'avez transmis, dans votre lettre du 23 décembre dernier, des extraits du rapport public thématique intitulé La gestion des participations financières de l'État durant la crise sanitaire. Je vous remercie pour votre envoi et souhaite vous faire part des remarques que sa lecture a suscitées.*

*Votre analyse mentionne deux opérations d'aide de l'État en 2020 : la reprise de 25 Md€ de dette au 1er janvier 2020, et l'aide de 4,05 Md€ au bénéfice de SNCF Réseau dans le cadre du plan de relance ferroviaire.*

*Comme vous le notez dans votre analyse, la reprise de 25 Md€ de dette au 1er janvier 2020 a bien pour but d'améliorer la structure financière du Groupe. Cette reprise de dette est un engagement de l'État acté dans le cadre du pacte ferroviaire de 2018. La réforme de 2018 a posé comme ambition le retour à l'équilibre du groupe en 2022 et celui de SNCF Réseau en 2024. Les textes ont également prévu que SNCF Réseau atteigne un ratio d'endettement inférieur à 6x sa MOP en 2026. Pour ce faire, l'État a repris 35 Md€ de dettes de SNCF Réseau : 25 Md€ le 1er janvier 2020 et 10 Md€ le 1er janvier 2022.*

*Cette reprise de 35 Md€ de dettes par l'État permet de réduire les frais financiers de la SNCF de l'ordre d'1 Md€ d'euros par an en année pleine, soit de l'ordre de 50% de l'effort nécessaire pour atteindre l'équilibre financier, hors événements extraordinaires, comme la crise sanitaire.*

*En ce qui concerne l'aide de 4,05 Md€ apportée dans le cadre du plan de relance ferroviaire, je souhaite porter à votre connaissance les commentaires suivants, qui complètent certaines de vos observations.*

*Hors crise sanitaire, une part des investissements de SNCF Réseau est financée par un système de solidarité au profit du système ferroviaire. En effet, chaque année, SNCF SA verse sur le fonds de concours le dividende auquel l'État renonce, ainsi qu'une partie de son produit d'intégration fiscale. Ce montant est reversé à SNCF Réseau sous forme de subvention d'investissement. Ainsi, les résultats des activités du Groupe qui génèrent habituellement un bénéfice permettent de financer des investissements de SNCF Réseau.*

*Or comme vous l'indiquez, la crise sanitaire a profondément affecté les résultats du Groupe, en particulier chez les activités Voyageurs, avec un impact de -5,4 Md€ sur la marge opérationnelle du Groupe en 2020, et estimé à -3,7 Md€ en 2021. La crise sanitaire a donc entraîné une chute importante des ressources de SNCF SA, menaçant les investissements prévus par SNCF Réseau.*

*Le plan de relance ferroviaire est donc venu sécuriser ces investissements. L'État a octroyé 4,05 Md€ d'aide au Groupe SNCF au bénéfice de SNCF Réseau dans le but de garder intactes ses capacités d'investissements dans le réseau :*

- 2,3 Md€ pour le rétablissement de l'investissement annuel de régénération du réseau ferroviaire. Le niveau annuel des investissements de régénération des voies sera ainsi préservé à 2,9 Md€ par an dès 2021 ;*
- 1,5 Md€ pour sécuriser et rendre plus durables les activités du groupe SNCF (investissements relatifs à la fin du glyphosate sur les voies ou encore à la sécurisation des ouvrages d'art) ;*
- 250 m€ pour l'intégration de 14 petites lignes de dessertes fines du territoire dans le périmètre de SNCF Réseau.*

*Ces 4,05 Md€ seront versés à SNCF Réseau sur 2021-2023, correspondant bien aux années où les ressources de la SA SNCF sont affectées par la crise sanitaire. Cette aide vient résoudre une situation qui revêt bien un caractère d'urgence lié à la crise sanitaire.*

*Nous espérons que ces remarques retiendront l'attention de la Cour des Comptes et qu'elles viendront utilement contribuer à ses analyses.*

---

## **RÉPONSE DU PRÉSIDENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE RENAULT GROUP**

*Après avoir pris connaissance avec attention de l'extrait du rapport public thématique, vous trouverez ci-dessous les éléments de réponse que je souhaite porter à votre attention, comme vous m'invitez à le faire :*

- *Au début du chapitre II, B il est mentionné que « Dès avril 2020, il apparaissait que Renault, déjà fragilisée, avait connu une forte dégradation de ses réserves de liquidités au premier trimestre, du fait du ralentissement des ventes (baisse de 70% en mars). Le retard des flux de trésorerie (Free Cash Flow) était estimé à 6.5 Md€ à fin mars. Les sorties de liquidité pour avril et mai étaient anticipées à plus de 6 Md€. Compte tenu d'une trésorerie disponible de 12.3 Md€ à fin 2019, Renault était donc dans l'obligation d'utiliser dès le mois de mai une ligne de crédit bancaire déjà accordée de 3.5 Md€ ».*

*Je souhaite préciser que la baisse des réserves de liquidités au premier trimestre était en effet en partie imputable au ralentissement des ventes de mars lié au confinement, dans le contexte de la pandémie, mais aussi à la saisonnalité des ventes, plus faibles en début d'année, comme tous les ans.*

*Au cours du trimestre suivant (avril et mai principalement), les entrées de liquidités se sont écroulées : le chiffre d'affaire est devenu quasi-nul tandis que les sorties de trésorerie sont restées à un niveau élevé et correspondant à une activité normale, Renault s'étant engagé dès le début de la crise sanitaire, à continuer à payer ses fournisseurs afin de protéger la filière automobile.*

- *La dernière partie du paragraphe conclu « Le PGE de 5 Md€ consenti par l'État, qui était tiré à hauteur de 4 Md€ fin 2020, a donc permis à Renault de conserver une trésorerie nette positive sensiblement du même niveau que l'année précédente. A posteriori, il s'est donc révélé indispensable à la survie du Groupe en 2020, même s'il n'a pas résolu le problème plus structurel de sa rentabilité ».*

*Je souhaite compléter en indiquant qu'in fine, le PGE n'a été tiré qu'à hauteur de 4 Mds€ grâce au rebond de l'activité observée au 2<sup>o</sup> semestre 2020, en sortie du premier confinement. En outre, sur ce montant de 4 Mds€, 1 Md€ a été remboursé mi-2021 dans un contexte encore dégradé mais moins incertain. Les 3 Mds€ restants seront remboursés entre 2022 et 2024 au plus tard. Par ailleurs, dans le contexte incertain et sans précédent de l'époque, le PGE a joué un rôle important pour maintenir à court terme la liquidité de Renault et par voie de conséquence la confiance des investisseurs et la capacité du groupe à investir pour préparer l'avenir. Ce n'est donc pas exactement la survie de Renault qui était en jeu mais le maintien de réserves de liquidités du groupe à un niveau suffisant.*

---

*Je conclurais en précisant que le PGE n'a pas pour objectif de résoudre des problèmes de rentabilité, qui sont traités par les actions sur les coûts et les prix engagés depuis 2020 dans le plan d'économies.*

---

**RÉPONSE DE LA PRÉSIDENTE DU CONSEIL  
D'ADMINISTRATION D'AIR FRANCE-KLM**

*Par votre courrier du 23 décembre 2021, dont nous vous remercions, vous nous avez communiqué le projet de rapport public thématique intitulé « La gestion des participations financières de l'État durant la crise sanitaire », afin que nous puissions vous transmettre la réponse du groupe Air France-KLM aux observations de ce projet.*

*Ce projet appelle plusieurs commentaires de notre part.*

*Vous observez que, « s'agissant d'Air France - KLM, l'Agence des Participations de l'État a mené une action de sauvetage rapide et efficace ». Dès mars 2020, le groupe Air France-KLM a été directement et très fortement impacté par la crise Covid-19, en subissant la décision des États de restreindre drastiquement les déplacements, voire de fermer les frontières. Dans cette situation sans précédent, et dès le début de la crise, l'État actionnaire a été aux côtés du Groupe Air France-KLM et a fait preuve d'une très grande réactivité en soutien de sa situation de trésorerie.*

*Ce contexte inédit a mis en exergue l'importance du secteur aérien en termes de souveraineté, sur le plan sanitaire comme sur le plan économique. De nombreux États se sont d'ailleurs rapidement mobilisés pour sauvegarder ce secteur, gage de connectivité avec le reste du monde. Au cours de la première vague, nous avons ainsi aidé au rapatriement de plus de 500 000 européens (dont 250 000 Français) retenus à l'étranger par la pandémie en 4 mois, comme le mentionnait la Cour dans son rapport annuel en mars 2021.*

*Le soutien de l'État s'inscrit dans le cadre temporaire pour les aides d'État mis en place par la Commission européenne afin de permettre aux gouvernements de soutenir leurs économies. Dans ce contexte, l'État français a engagé les démarches auprès de la Commission européenne pour obtenir son accord à la mise en place des mesures relatives au Groupe Air France-KLM.*

*L'intervention en urgence de l'État a en effet permis d'apporter au groupe Air France-KLM des liquidités importantes assurant ainsi sa survie.*

*Le rapport indique par ailleurs que « Les questions de fond, relatives notamment à la soutenabilité du modèle économique d'Air France KLM et à la rentabilité des investissements consentis à cette occasion par l'actionnaire, n'ont toutefois pas été posées. ». Cette affirmation nous semble contestable.*

*Comme le projet de rapport le souligne, le Groupe Air France-KLM a pris des engagements en faveur d'un ambitieux plan de transformation et de contreparties environnementales.*

*Ce plan de transformation doit permettre à Air France-KLM, et Air France en particulier, de retrouver un niveau de compétitivité comparable à celui de ses concurrents, en soutien d'un modèle économique durable.*

*Le plan de transformation d'Air France avance ainsi rapidement avec près de 550 M€ de réduction de coûts à la fin du 3<sup>ème</sup> trimestre 2021 par rapport à la situation pré-crise.*

*Le groupe Air France-KLM a par ailleurs enregistré un résultat d'exploitation légèrement positif au 3<sup>ème</sup> trimestre et possède toujours un niveau élevé de trésorerie qui permet de sécuriser les opérations au moins pour les deux prochaines années. La réouverture des frontières nord-américaines, en dépit du développement des variants Delta puis Omicron qui a pesé sur l'évolution de l'activité, devrait contribuer à l'amélioration du trafic et des résultats financiers, et se poursuivre en 2022 et au-delà. Elle nous permettra d'initier la reconstitution des fonds propres avec une première opération d'augmentation de capital au premier semestre, et de commencer à rembourser les aides dont le groupe a bénéficié.*

*Les engagements environnementaux pris par le groupe Air France-KLM constituent une véritable feuille de route stratégique pour construire le modèle durable de l'aérien de demain.*

*La décarbonation du transport aérien est cruciale pour dessiner le futur de ce secteur. Nous nous appuyons sur deux leviers essentiels : le renouvellement des flottes, et l'incorporation de carburants aéronautiques durables.*

*Le Groupe Air France-KLM poursuit d'ailleurs le renouvellement de sa flotte avec des livraisons d'avions de nouvelle génération (A350 et A220) en cours pour AF et une nouvelle commande fin 2021 pour KLM, et Transavia (Pays-Bas et France). Ces avions de nouvelles générations permettront de réduire significativement les émissions carbone et contribueront à l'atteinte des objectifs environnementaux de la compagnie.*

*L'incorporation de carburants aéronautiques durables représente plus de la moitié de l'effort à fournir d'ici 2050 pour réaliser la décarbonation de notre industrie en Europe. Le groupe Air France-KLM soutient pleinement le développement d'une filière de production industrielle en France et en Europe.*

*Un cadre réglementaire est d'ailleurs progressivement mis en place et fait l'objet de discussions avec l'État et au niveau de l'Union européenne. Cela a ainsi été le cas au plan national pour la loi portant lutte contre le dérèglement climatique et renforcement de la résilience face à ses effets. Et le cadre européen du Pacte Vert en discussion sera déterminant.*

*S'agissant de la rentabilité des investissements consentis par l'actionnaire, les dispositions suivantes s'appliquent :*

*La garantie à hauteur de 90 % apportée par l'État français aux 4 Md€ de prêt bancaire du PGE bénéficie d'une rémunération en ligne avec ce qui est prévu à l'article 25.a du cadre temporaire sur les aides d'état (50pb pour la première année puis 100 pb pour les années 2 et 3 et enfin 200 pb pour les années 4 et 5, suite à la renégociation intervenue fin 2021). En outre, la garantie versée à l'État est calculée, pour chaque année, sans prendre en compte les remboursements anticipés à l'initiative de l'entreprise (comme celui de 0.5 Md€ effectué en décembre 2021).*

*L'avance en compte courant d'actionnaire (ACC) de 3 Md€ bénéficiait en revanche d'une rémunération particulièrement élevée de 7 %, soit 210 M€ d'intérêt par an. Pour une aide directe en liquidité d'un État sous la forme d'un prêt d'actionnaire, le cadre temporaire autorisait les États à prêter à des taux réduits sur les premières années (euribor + 250 pb pour la première année, euribor + 300 pb pour les années 2 et 3 et enfin Euribor + 400 pb pour les années 4,5 et 6). Les conditions financières de l'ACC vont donc au-delà de ce que recommandait le cadre temporaire au niveau européen.*

*L'ACC a été transformée au printemps 2021 en titres de dette super subordonnée assimilable à des quasi fonds propres avec une rémunération de 7,5 %. Le cadre temporaire prévoit de son côté une rémunération minimale pour les instruments hybrides beaucoup plus basse sur les premières années et qui augmente progressivement (Euribor 1 an + 250 pb pour la première année, 350 pb pour les années 2 et 3, 500 pb pour les années 4 et 5, 700 pb pour les années 6 et 7 et enfin 950 pb au-delà de 8 ans). Cela représente en moyenne 100 M€ d'intérêts supplémentaires chaque année au bénéfice de l'État par rapport au minimum demandé par la Commission européenne (soit un montant supérieur à celui d'un avion long-courrier tous les deux ans).*

*Le groupe Air France KLM assume donc le coût de l'intervention de l'État.*

*Enfin, il nous paraît utile de rappeler que pour être validée par la Commission européenne, cette dernière opération effectuée au printemps 2021 a entraîné l'application de remèdes importants pour Air France.*

*En outre, il doit être pris en compte que le Groupe Air France-KLM et Air France ont subi des dommages résultant directement des décisions de fermeture des frontières et/ou de quarantaine, et les empêchant d'exercer leur activité économique. Ces dommages se chiffrent à plusieurs milliards d'euros.*

*Pour conclure, dans un contexte de crise majeure, nous nous sommes efforcés avec l'État d'inscrire les décisions prises dans une vision partagée de l'avenir du secteur aérien et du groupe Air France-KLM. Cette vision de l'aérien de demain prend appui sur l'articulation de la compétitivité du Groupe, vecteur de connectivité et d'attractivité pour la France, les Pays-Bas et l'Europe, avec l'exécution de sa trajectoire de transition écologique.*