

RELATION BANQUE-ENTREPRISE

ENTREPRISES ZOMBIES : LES IDENTIFIER, LES COMPTER, LES ANALYSER, LES ORIENTER



Patrick
Sécicourt

Président

Nota-PME

Pour détecter les entreprises zombies, Patrick Sécicourt propose de se fonder sur les notations, en comparant deux référentiels : celui de la Banque de France et celui de Nota-PME, dont il est le dirigeant.

Nous nous découvrons soudain entourés de zombies. Des entreprises, bien sûr. Tout le monde en parle.

Mais de quoi parle-t-on au juste ? Il s'agit d'entreprises en fin de vie, de « canards boiteux ». Il en existe sans doute. Mais combien ? Et à quel degré sont-elles mal en point ? Est-ce vraiment désespéré ?

La notation des entreprises et les diagnostics explicatifs associés sont un bon indicateur de repérage et d'éclairage, sous l'angle statistique, et aussi comme mesure du degré de dégradation de la situation et de l'appréciation d'un potentiel retournement.

DÉFINIR ET IDENTIFIER UNE ENTREPRISE ZOMBIE

Cette notion d'entreprise zombie est récente, et n'a pas de définition bien établie. Voici quelques pistes :
– « Du créole haïtien "zonbi", désignant un mort sorti de sa tombe et rendu esclave



d'un sorcier. » (fr.wiktionary.org) ;
– « Non viable ; dont l'existence ne tient à pas grand-chose. » ;
– « Pékin a d'ailleurs promis, en février, de fermer, d'ici à la fin de 2020, des milliers d'"entreprises zombies", ces sociétés qui, sans un soutien public ou bancaire, ne sont pas viables économiquement » [1]. Une acception courante désigne comme « zombies » les entreprises dont l'endettement est tel qu'elles feraient faillite si les taux d'intérêt étaient normaux. On rencontre également le terme de zombification, induite par l'argent déversé sans guère de limites à des entreprises qui deviennent alors surendettées.

[1] Arnaud Leparmentier, Marie Charrel, Julien Bouissou et Simon Leplâtre, « Alerte mondiale sur la dette des entreprises », *Le Monde*, mis en ligne le 17 octobre 2019.

Pour l'OCDE, il s'agit « des entreprises dont le revenu opérationnel est insuffisant pour couvrir leur charge d'intérêts pendant trois années consécutives ».

Selon une étude publiée en 2018 par la Banque des règlements internationaux, la proportion d'entreprises zombies dans les pays de l'OCDE est passée de 1 % en 1990 à 12 % en 2015. « L'explication la plus probable de cette hausse est la forte baisse des intérêts payés par les entreprises sur leur dette, passés de l'équivalent de 4,3 % du produit intérieur brut (PIB) de l'OCDE en 2008 à 1,5 % aujourd'hui », note Patrick Artus dans *Le Monde* du 5 avril 2019.

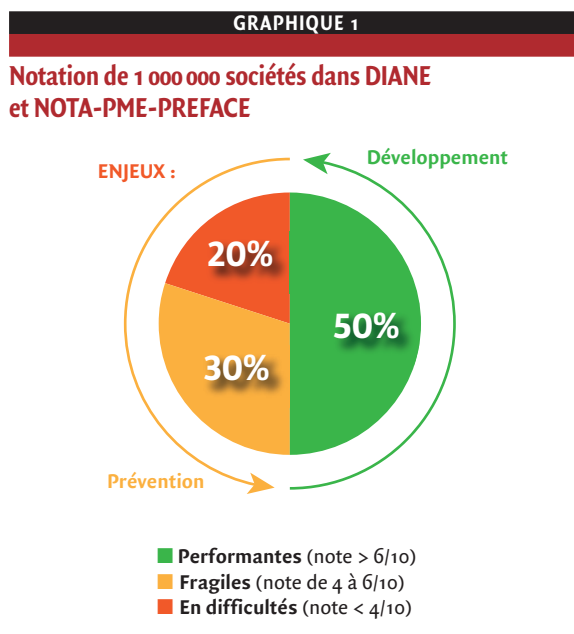
France Stratégie estime que l'anticipation est la clé : « La détection en amont d'entreprises qui entrent dans une trajectoire de zombification peut aider à améliorer l'efficacité des procédures collec-

tives et ainsi contribuer à une meilleure allocation des ressources dans l'économie. » Ces approches s'appuient donc largement sur l'endettement, son coût et la capacité d'une entreprise à assurer le service de sa dette jusqu'à son terme. À notre sens, la fragilité des entreprises ne se limite pas à la seule dette, même si l'ampleur ou l'accroissement de celle-ci est un facteur d'accélération vers la cessation de paiement. C'est d'ailleurs un mécanisme qui ne manquera pas de s'exprimer quand il faudra rembourser les PGE (Prêts garantis par l'État). Cependant, la fragilité et les difficultés d'une entreprise peuvent prendre leur source dans de multiples « pathologies » potentielles. Citons notamment un BFR trop élevé (et le risque de dépréciation qu'il porte), des charges fixes très importantes fort préjudiciables en cas de dépression d'activité, une faible capacité de négociation avec les clients et fournisseurs se traduisant par une rentabilité insuffisante... Toutes problématiques étant la cause d'une capacité insuffisante de remboursement de la dette. C'est cette pluralité de causes qui fait passer les entreprises dans cette situation de zombies. Cette problématique plurifactorielle justifie de caractériser et identifier les zombies par leur notation. Celle-ci est en effet générée par divers indicateurs et ratios révélateurs de la santé économique et financière de l'entreprise. Nous allons ici confronter deux systèmes que nous connaissons bien.

COMBIEN D'ENTREPRISES ZOMBIES (ET NON ZOMBIES) ?

En préambule de la démonstration plus fine qui suit, le Graphique 1 présente à grands traits la ventilation des sociétés selon trois catégories : performantes, fragiles, en réelles difficultés (ces dernières étant celles que nous pouvons considérer comme étant zombies).

Cette statistique globale est issue d'une analyse comparative de deux systèmes de notation : la cotation



de la Banque de France, et celle de NOTA-PME. Nous les détaillons et comparons ici.

La proportion des entreprises en difficultés, alias zombies, n'est pas très éloignée de la fourchette de 10-15 % issue de diverses études citées par Jean-Marc Vittori dans *Les Échos* du 19 novembre 2020. Cette étude statistique porte sur les années 2009 à 2018, période que l'on peut considérer « post-crise 2008 ». Nous ne disposons pas à date de suffisamment de données sur 2019 pour allonger la chronique à cet exercice.

Les deux études complémentaires qui suivent vont éclairer le sujet.

I. Référentiel et évolution de la cotation de la Banque de France

La Banque de France revendique une cotation d'environ 240 000 à 260 000 entreprises selon les années. Il s'agit des entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 750 000 euros. Si l'on pose un chiffre arrondi de 1 600 000 sociétés de capitaux, cela représente environ 15-16 % du parc global.

La cotation de la Banque de France prend la forme de paliers (cf. Graphique 2), évoluant de 3++ (le meilleur) à 9 (le moins bon, P désignant les entreprises en procédure collective, une cotation 0 étant attribuée lorsque les comptes ne sont pas disponibles). Cette cotation joue un rôle majeur dans l'accessibilité des entreprises aux financements. En effet, elle comporte une sorte de barrière pour l'accès aux crédits : les entreprises cotées en dessous d'un seuil minimum sont considérées à risque, et les crédits qui leur seraient consentis par les banques ne pourraient pas être refinancés par l'Eurogroupe (entendre la Banque Centrale Européenne), ce qui accroît évidemment la probabilité de refus du concours bancaire.

Or on observe que ce seuil minimum est à géométrie variable : il a été progressivement assoupli sous la pression des crises que nous avons vécues sur cette décennie :

- avant 2008, il fallait être coté au minimum 3 pour être bien vu par

« La fragilité et les difficultés d'une entreprise peuvent prendre leur source dans de multiples « pathologies » potentielles. »

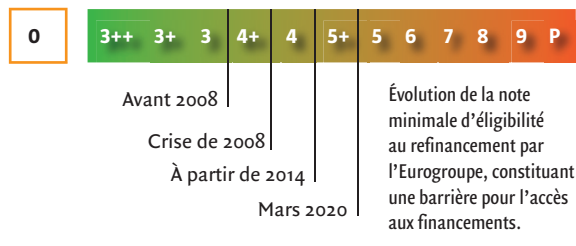
- son banquier (un peu plus de 20 % des sociétés méritaient cette cote) ;
- entre 2008 et 2014, la contrainte a été desserrée : 4+ suffisait, ce qui a ajouté 15 à 20 % des entreprises à l'éligibilité ;

- en 2014, la barrière fut abaissée à 4, soit 20-22 % d'éligibles au crédit en plus ;

- et une nouvelle étape vient d'être franchie en mars 2020 : l'accès au Prêt Garanti par l'État a été consenti (quasi) automatiquement dès 5+, ce qui fait qu'à présent, plus de 80 % des entreprises entrent dans les normes

GRAPHIQUE 2

Les paliers de la cotation de la Banque de France et l'évolution des seuils d'accès au refinancement de l'Eurogroupe



du refinancement européen (avec la bénédiction des pouvoirs publics et de Bruxelles) ; en creux, près de 20 % ne le sont pas ; ce sont pour l'essentiel des zombies.

On ne peut évidemment que se réjouir de cet assouplissement progressif facilitant l'accès des entreprises à leurs financements. Mais l'examen attentif de la répartition des cotations et de son évolution sur cette longue période amène à nuancer cette satisfaction. Comment en effet a évolué cette cotation de la Banque de France

sur les dernières années, et quelles conséquences pour les PME ?

Le Graphique 3 présente l'évolution 2009-2018 des trois catégories d'entreprises :

- performantes (cotation 3++, 3+ et 3), représentant quelque 23 % du référentiel en 2018 ;
- fragiles (cotation 4+, 4 et 5+), environ 62 % ;
- pré-zombies et zombies (cotation respectivement de 5, et de 6-7-8-9), près de 15 % du total.

On pourra noter que la proportion des pré-zombies et zombies est cohérente avec les études évoquées dans la première partie.

LA DYNAMIQUE DE L'ÉVOLUTION PRÉSENTE DES CARACTÉRISTIQUES SINGULIÈRES

Globalement, la cotation des entreprises s'est sensiblement dégradée au fil des ans, comme le présentent les mouvements suivants :

- le poids des Performantes diminue pour les segments (A) de -1 % et (B)

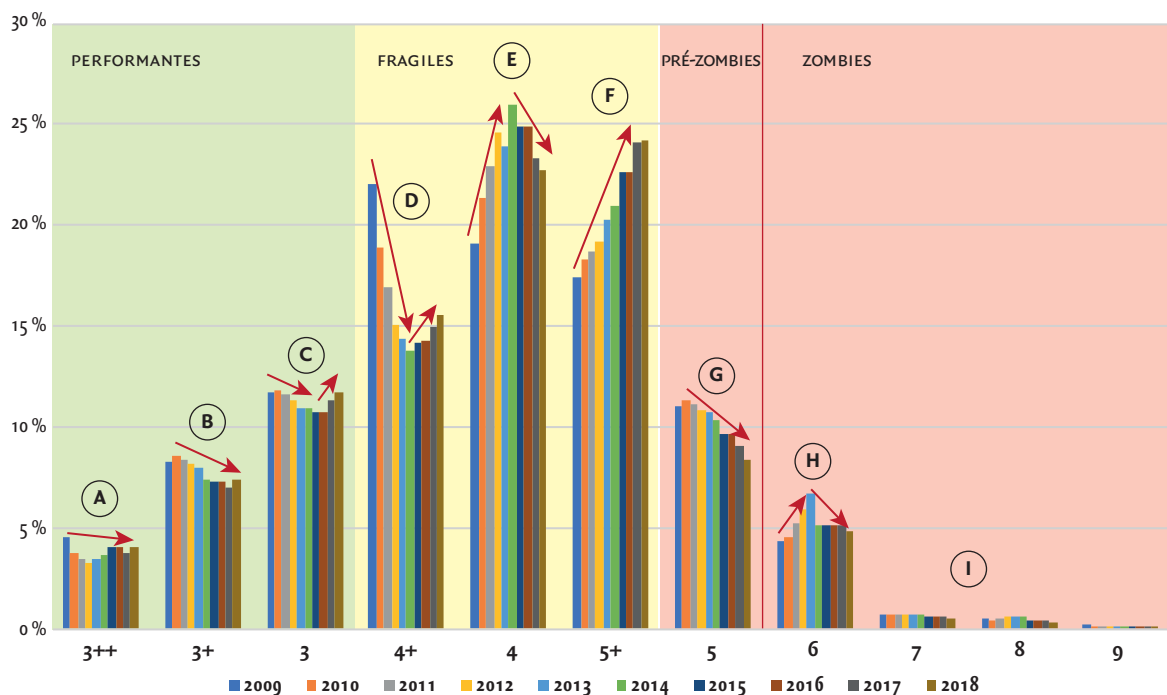
de -2 % sur toute la période, ainsi que pour le segment (C) jusque 2014 pour ensuite retrouver progressivement son niveau de 2009 ;

- les Fragiles font montre d'une dynamique en montagnes russes ! Décrochage du segment (D) de 8 % entre 2009 et 2014, puis légère remontée de 2 % ; au contraire, le segment (E) accroît sa proportion de 8 % entre 2009 et 2014 pour ensuite perdre environ 3 % ; le poids du segment (F) s'accroît de 7 %.
- la proportion des pré-zombies (G) diminue continûment d'environ 4 % ;
- les zombies (H) s'accroissent de 3 % entre 2009 et 2014, pour redescendre ensuite à un palier de 5 % (nous négligeons le segment (I) quasi inexistant, même si leur probabilité de défaut est bien sûr extrêmement élevée).

Ces observations font clairement apparaître que le mouvement principal s'opère sur la catégorie des Fragiles : avec d'une part, un glissement du segment (D) de cotation 4+ vers le segment (E) de cotation 4, et sans doute partiellement vers le segment

GRAPHIQUE 3

Évolution de la cotation Banque de France de 2009 à 2018



NB : les tableaux 1 et 2 en annexe compilent les chiffres détaillés alimentant les graphiques 3 et 4.

(F) de cotation 5+ ; l'accroissement du segment (F) s'alimente assez largement de la baisse du segment (G) des pré-zombies (cotation 5).

COMMENT ANALYSER CES MOUVEMENTS SUR LONGUE PÉRIODE ?

L'année 2014 apparaît clairement comme une année pivot (rappelons que c'est l'année de passage d'un seuil d'éligibilité aux refinancements de 4+ à 4). Ainsi, deux périodes se dégagent nettement :

- 2009-2014 où nombre d'entreprises sont progressivement dégradées vers la cotation 4, encore inéligible ;
- 2015-2018, qui voit la cohorte cotée 4 se réduire (ne profitant donc pas du nouveau seuil) pour migrer vers la cote 5+.

QUE PEUT-ON EN CONCLURE ?

L'évolution de la conjoncture doit évidemment être prise en considération. Une première période post-crise 2008, jusqu'en 2014, fait clairement apparaître une contraction progres-

« Une première période post-crise 2008, jusque 2014, fait clairement apparaître une contraction progressive des catégories d'entreprises les plus performantes. »

sive des catégories d'entreprises les plus performantes (de (A) à (D)), qui contribue à l'accroissement du poids des entreprises les plus fragiles des segments (E) et (F). Et une partie significative du segment (G) des pré-zombies accroît la cohorte (H). À partir de 2014, on observe un retournement très net vers une amélioration sur les segments (C), (D), (E) et (H), assez révélateur d'une phase de reprise économique. Mais il convient également de noter que le retournement de 2014 correspond à l'évolution évoquée précédemment du passage de la barrière d'éligibilité de 4+ à 4. Et là se produit un phénomène étrange : la contraction du segment (E) de près de 3 %

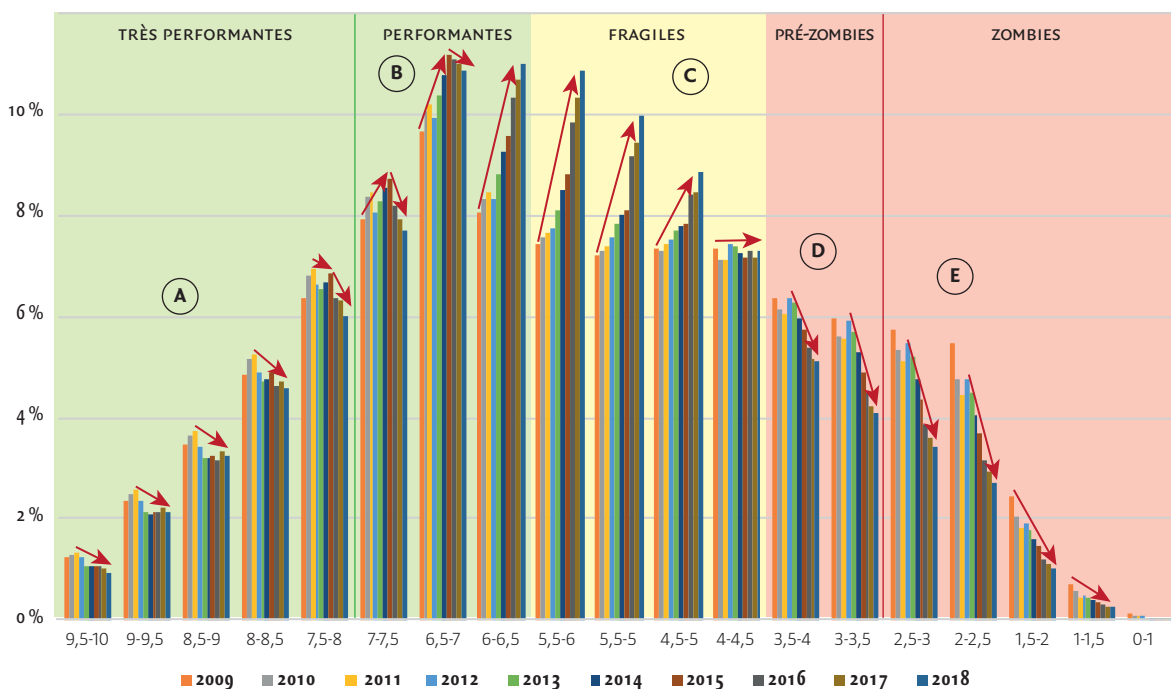
très largement par report vers le segment (F), mais qui reçoit sans doute une partie des entreprises du segment (G). On peut s'interroger en conséquence sur l'hypothèse que la note 5+ (non éligible) aurait été plus fréquemment attribuée pour prendre en compte des risques perçus pour des entreprises a priori susceptibles d'être notées 4. Cette hypothèse pourrait être corroborée par l'analyse de l'évolution de la notation de NOTA-PME.

II. Référentiel et évolution de la notation Nota-PME

Partenaire depuis une vingtaine d'années de la base de bilans DIANE, et plus récemment d'Infogreffe, toutes les entreprises ayant publié leurs comptes sont notées par les algorithmes PREFACE-NOTA-PME. Ainsi, le référentiel annuel est-il composé d'environ 1 000 000 sociétés jusque

GRAPHIQUE 4

Évolution de la notation NOTA-PME de 2009 à 2018



NB : les tableaux 1 et 2 en annexe compilent les chiffres détaillés alimentant les graphiques 3 et 4.

À PROPOS DE NOTA-PME

■ FinTech reconnue dans le domaine de la notation, du diagnostic et de l'évaluation, elle est labellisée par le Pôle de compétitivité Finance Innovation et son système est distribué notamment par Infogreffe, DIANE et CAP FINANCIALS. « Agence de notation algorithmique », sa plateforme bénéficie de plusieurs décennies d'expérience dans la mesure des performances des entreprises.

vers 2014, puis a progressivement diminué à quelque 600 000 sociétés en 2018. Cette contraction est due à la possibilité donnée aux TPE et PME de demander la confidentialité totale ou partielle des comptes déposés au greffe du tribunal de commerce. Le système de notation de NOTA-PME diffère de celui de la Banque de France sous plusieurs aspects : c'est une note qui se veut aisément lisible par tous, s'échelonnant de 0 à 10 (10 étant le meilleur) ; c'est une note continue, évitant les effets de seuil pouvant être difficiles à franchir pour satisfaire à certaines exigences de financement ; cette note s'alimente d'un panier de plusieurs dizaines de ratios et d'indicateurs, contre une dizaine environ pour la Banque de France (une estimation, car l'institution communique de moins en moins sur l'évolution précise de ses méthodes).

ANALYSE DE L'ÉVOLUTION DES NOTES DE NOTA-PME

L'observation des histogrammes du Graphique 4 révèle les points essentiels suivants.

On retrouve la même diminution des Très performantes que celle constatée par la cotation Banque de France (segment (A) pour les notes supérieures à 7,5/10), qui contribue sans doute à accroître la représentation des Performantes du segment (B), au moins sur la fourchette de notes 6-7/10 ; on observe dans le segment

(B) en 2014 un retournement (assez minime cependant de l'ordre de 3 %), dans les notes 6,5-7,5/10 ; une hypothèse de glissement vers la fourchette 6-7 paraît plausible ; mais le grand mouvement qui apparaît clairement est la dynamique symétrique entre le segment (C) des Fragiles (notes de 4 à 6/10) et les pré-zombies et zombies (segments (D) et (E)) avec une note inférieure à 4/10 : il s'est opéré une amélioration générale des notes que l'on peut estimer à une valeur d'environ 1/10.

Il convient de préciser que ce sont les mêmes algorithmes qui ont été appliqués sur chaque année de cette analyse statistique, ce qui garantit la comparabilité sur l'horizon étudié. Il apparaît donc assez clairement une tendance progressive à la concentration sur la tranche de notes 4,5-7/10 : le poids de la tranche 7-10/10 a progressivement perdu environ 3 %. À l'opposé, la proportion des pré-zombies et zombies en dessous de 4/10 a été réduite de 9 %. Entre ces extrêmes, la catégorie intermédiaire a vu sa représentation monter de 12 %.

On observe donc une sortie de crise progressive, où les meilleures ont perdu en performance, mais où les zombies ont vu leur situation s'améliorer. Ce qui a permis sans doute aux « pré-zombies » du segment (D) de revenir en zone (C).

Cette vision de l'évolution globale des performances des entreprises ne fait en tout cas pas apparaître de rupture en 2014 (sauf sur le segment de notation 7-7,5) identique à celle observée dans la chronique de la cotation de la Banque de France. Ce qui renforcerait l'hypothèse de l'impact marqué de l'évolution de la barrière d'éligibilité de 4+ à 4.

QUEL AVENIR POUR LES ZOMBIES « FUTÉES » ?

Naturellement, ces statistiques éclairent « le monde d'avant ». Que va-t-il advenir de ces entreprises zom-

bies dans le contexte de la crise de la Covid-19 ? Sans doute, les sorties de route seront-elles nombreuses. Mais le pire n'est jamais certain. Paradoxalement, cette période présente de réelles opportunités et facilitations pour rebondir à la suite de cette période de résilience rendue possible par les diverses perfusions mises en place fort opportunément par les Pouvoirs publics : chômage partiel, PGE, etc. Plusieurs dispositifs sont prévus pour accompagner la sortie des confinements, notamment la prolongation du PGE, les prêts participatifs. Toutefois, il est clamé haut et fort que ne seront pas éligibles, précisément, les zombies. Cependant, d'autres dispositions, plus discrètes, leur sont consacrées, dans la perspective de la prévention des difficultés. C'est sans doute pour les dirigeants volontaristes l'occasion de se saisir de ces opportunités moins médiatisées que les purs soutiens financiers.

On peut noter en particulier deux mesures :

- dans le cadre d'une sauvegarde, un nouveau « privilège de post-money » protégeant dans une certaine mesure des apporteurs de fonds en phase de préparation et de négociation d'un plan de redressement ;

- la possibilité pour le chef d'entreprise de reprendre son entreprise « à la barre », une fois allégée d'une partie de sa dette restructurée.

Pouvoir bénéficier de ces dispositifs, accessibles dans un contexte où l'on peut espérer la bienveillance et la solidarité des diverses parties prenantes, il faudra naturellement construire un plan stratégique de retournement crédible. Un accompagnement s'impose évidemment : il faut sauver le soldat zombie, s'il le mérite... ■

TABLEAU 1. ÉVOLUTION DE LA COTATION BANQUE DE FRANCE DE 2009 À 2018

Cotation Banque de France	2009	2010	2011*	2012	2103	2014	2015	2016	2017	2018
3++	4,55 %	3,75 %	3,53 %	3,31 %	3,46 %	3,72 %	4,11 %	4,11 %	3,79 %	4,09 %
3+	8,33 %	8,56 %	8,39 %	8,22 %	7,96 %	7,46 %	7,27 %	7,27 %	7,03 %	7,41 %
3	11,74 %	11,87 %	11,62 %	11,37 %	10,98 %	10,95 %	10,79 %	10,79 %	11,38 %	11,76 %
4+	22,02 %	18,88 %	16,97 %	15,09 %	14,37 %	13,83 %	14,24 %	14,24 %	15,01 %	15,54 %
4	19,11 %	21,38 %	22,97 %	24,56 %	23,88 %	26,02 %	24,89 %	24,89 %	23,32 %	22,76 %
5+	17,46 %	18,27 %	18,74 %	19,21 %	20,31 %	21,00 %	22,68 %	22,68 %	24,15 %	24,17 %
Sous-total « Refinçable »	83,21 %	82,71 %	82,22 %	81,76 %	80,96 %	82,98 %	83,98 %	83,98 %	84,68 %	85,73 %
5	11,07 %	11,39 %	11,10 %	10,82 %	10,78 %	10,35 %	9,65 %	9,65 %	9,06 %	8,44 %
6	4,33 %	4,57 %	5,28 %	5,97 %	6,76 %	5,19 %	5,18 %	5,18 %	5,20 %	4,87 %
7	0,70 %	0,71 %	0,71 %	0,70 %	0,73 %	0,76 %	0,65 %	0,65 %	0,62 %	0,57 %
8	0,50 %	0,46 %	0,55 %	0,64 %	0,65 %	0,61 %	0,47 %	0,47 %	0,40 %	0,34 %
9	0,19 %	0,16 %	0,14 %	0,11 %	0,12 %	0,11 %	0,07 %	0,07 %	0,05 %	0,05 %
Sous-total « Non refinçable »	16,79 %	17,29 %	17,78 %	18,24 %	19,04 %	17,02 %	16,02 %	16,02 %	15,32 %	14,27 %
	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Nombre	ND	ND	ND	ND	ND	ND	248 300	252 558	256 240	259 691

* Estimation faite d'informations complètes sur cet exercice.

TABLEAU 2. ÉVOLUTION DE LA NOTATION NOTA-PME DE 2009 À 2018

NOTE NOTA-PME	2009	2010	2011	2012	2103	2014	2015	2016	2017	2018	Par catégorie en 2018
9,5-10	1,22 %	1,31 %	1,35 %	1,23 %	1,08 %	1,05 %	1,04 %	1,05 %	1,01 %	0,93 %	
9-9,5	2,37 %	2,49 %	2,59 %	2,35 %	2,12 %	2,10 %	2,15 %	2,13 %	2,22 %	2,13 %	
8,5-9	3,46 %	3,64 %	3,74 %	3,41 %	3,20 %	3,19 %	3,26 %	3,16 %	3,35 %	3,23 %	
8-8,5	4,85 %	5,16 %	5,24 %	4,89 %	4,73 %	4,77 %	4,88 %	4,62 %	4,73 %	4,56 %	
7,5-8	6,37 %	6,80 %	6,93 %	6,62 %	6,55 %	6,66 %	6,84 %	6,36 %	6,31 %	5,99 %	
7-7,5	7,90 %	8,37 %	8,43 %	8,04 %	8,26 %	8,54 %	8,70 %	8,20 %	7,93 %	7,68 %	
6,5-7	9,67 %	10,06 %	10,20 %	9,92 %	10,36 %	10,79 %	11,15 %	11,08 %	11,01 %	10,85 %	
6-6,5	8,05 %	8,34 %	8,44 %	8,33 %	8,81 %	9,27 %	9,55 %	10,33 %	10,69 %	10,98 %	46,35 %
5,5-6	7,43 %	7,56 %	7,66 %	7,75 %	8,08 %	8,49 %	8,81 %	9,84 %	10,33 %	10,84 %	
5-5,5	7,23 %	7,30 %	7,37 %	7,55 %	7,81 %	8,02 %	8,12 %	9,16 %	9,44 %	9,98 %	
4,5-5	7,35 %	7,31 %	7,43 %	7,54 %	7,71 %	7,79 %	7,83 %	8,40 %	8,45 %	8,84 %	
4-4,5	7,32 %	7,12 %	7,12 %	7,41 %	7,37 %	7,27 %	7,16 %	7,28 %	7,16 %	7,31 %	36,97 %
3,5-4	6,37 %	6,13 %	6,06 %	6,37 %	6,25 %	5,94 %	5,73 %	5,37 %	5,18 %	5,12 %	
3-3,5	5,96 %	5,62 %	5,56 %	5,91 %	5,71 %	5,28 %	4,90 %	4,49 %	4,23 %	4,09 %	
2,5-3	5,73 %	5,32 %	5,10 %	5,46 %	5,20 %	4,75 %	4,36 %	3,85 %	3,62 %	3,43 %	
2-2,5	5,47 %	4,77 %	4,46 %	4,75 %	4,48 %	4,05 %	3,67 %	3,13 %	2,93 %	2,73 %	
1,5-2	2,45 %	2,05 %	1,83 %	1,93 %	1,79 %	1,60 %	1,45 %	1,21 %	1,12 %	1,03 %	
1-1,5	0,70 %	0,56 %	0,45 %	0,47 %	0,43 %	0,38 %	0,34 %	0,29 %	0,28 %	0,25 %	
0-1	0,12 %	0,09 %	0,07 %	0,07 %	0,06 %	0,06 %	0,05 %	0,04 %	0,04 %	0,03 %	16,68 %
	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Nombre	1 044 627	1 080 072	1 106 788	1 124 895	1 098 645	884 438	775 725	717 554	684 307	593 358	