INNOVIA WHITE PAPER

Les entreprises roumaines à travers les données publiques.

01 NOVEMBRE 2026

Une économie à deux vitesses

La construction progresse, l'industrie et le commerce reculent, les défaillances d'entreprises augmentent. Ce que montrent les comptes 2025, la notation de AAA à D de chaque secteur d'activité, et ses conséquences sur le taux d'intérêt et sur l'apport initial.

BBB

NOTE DE L'ENTREPRISE ACTIVE TYPE, COMPTES 2025

L'entreprise située au milieu de la distribution a une probabilité de 0,20 % de faire l'objet d'une procédure collective dans les 12 prochains mois. Le risque moyen, 0,53 %, correspond à BB. La notation couvre 641 490 entreprises et repose uniquement sur des données publiques.

DANS CETTE ÉTUDE

2 Une économie à deux vitesses — EN BREF

3 Ce qui a changé en 2026 — L'ÉCONOMIE EN 2026

4 Un chiffre d'affaires à peine supérieur à l'inflation, un endettement en hausse — LES COMPTES 2025

5 Comment la notation a été construite — LA NOTATION

6 BBB pour l'entreprise type, BB en moyenne — LA NOTATION PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ

7 Ce que coûte le risque d'un emprunteur BB — LE PRIX DU RISQUE

8 L'apport initial nécessaire pour que le bien couvre la dette — LA SÛRETÉ

9 Limites de l'étude — MÉTHODE ET LIMITES

PUBLIÉ PAR INNOVIA SYSTEMS · INNOVIASYSTEMS.IO

EN BREF

Une économie à deux vitesses

La construction progresse, l'industrie et le commerce reculent, les défaillances d'entreprises augmentent. Ce que montrent les comptes 2025, la notation de AAA à D de chaque secteur d'activité, et ses conséquences sur le taux d'intérêt et sur l'apport initial.

Au cours des huit premiers mois de 2026, la production du secteur roumain de la construction a augmenté de 11,6 % sur un an. Celle de l'industrie manufacturière a diminué de 4,8 %, et les ventes du commerce de détail ont reculé de 5,1 % en volume. Le recul du commerce a commencé en août 2025, mois de la hausse de la TVA ; il s'agit d'une coïncidence de calendrier, non d'un lien de cause à effet démontré.

Les défaillances d'entreprises sont en hausse. Au premier semestre 2026, l'indice Eurostat des déclarations de faillite dépassait de 7 % son niveau du premier semestre 2025, avec des hausses de 19 % dans la construction et de 13 % dans les transports. Parallèlement, la part des entreprises actives déjà en procédure collective (insolvabilité, redressement judiciaire ou faillite) a atteint 0,73 % en octobre 2026, contre 0,58 % en juillet 2025.

Les comptes 2025, publiés par le ministère des Finances le 14 octobre, décrivent une économie dont l'activité a progressé à peine plus vite que l'inflation. Sur les mêmes 836 360 entreprises, le chiffre d'affaires a progressé de 7,5 %, pour une inflation des prix à la consommation de 6,8 %. Le résultat net a augmenté de 5,5 %, moins vite que les prix. L'endettement a augmenté de 10,6 %, plus vite que les ventes.

0,84 pouvoir discriminant de la notation (AUC)

Mesuré sur les comptes 2024 et sur les procédures collectives ouvertes de juillet 2025 à juillet 2026, des données que le modèle n'avait jamais vues. 0,5 correspond au hasard, 1 à la perfection. Un score d'Altman adapté atteint 0,70.

À partir des seules données publiques, nous avons construit une notation de crédit sur l'échelle habituelle des agences, de AAA à D. Le modèle apprend, à partir des comptes d'une année, quelles entreprises feront l'objet d'une procédure collective dans les 12 mois suivants, d'après leur statut au Registre du commerce. Ses notes sont cohérentes avec les taux de défaut observés : 0,06 % pour A, 0,20 % pour BBB, 0,82 % pour BB, 3,4 % pour B.

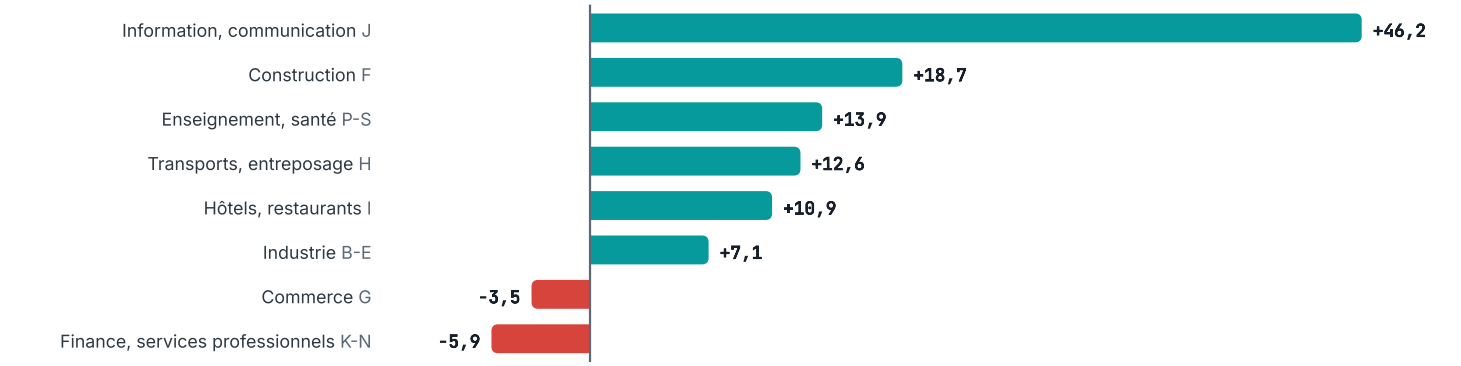
L'entreprise roumaine type est notée BBB, la dernière note de la catégorie investissement. Le risque moyen correspond toutefois à BB, la première note en dessous, car les entreprises les plus risquées tirent la moyenne vers le haut. Les secteurs diffèrent moins qu'on ne pourrait le croire : la probabilité de défaut moyenne va de 0,18 % dans la comptabilité et les services juridiques à 1,04 % dans la fabrication d'équipements électriques. Les entreprises d'un même secteur diffèrent beaucoup plus entre elles. Une notation sectorielle ne donne qu'une première indication ; la décision de crédit repose toujours sur les comptes de l'emprunteur.

Pour un emprunteur BB, le risque majore le taux de 0,5 à 1 point.

Pour un prêteur, un emprunteur BB renchérit le taux de 0,2 à 0,4 point au titre de la perte attendue et de 0,2 à 0,6 point au titre du coût des fonds propres, soit de 0,5 à 1 point au total, selon la sûreté et la méthode de calcul des fonds propres. Le coût de refinancement et les charges propres du prêteur forment l'essentiel du prix. L'apport initial compte davantage : pour que le bien seul couvre la dette en cas de reprise, il faut un apport d'environ 28 % sur une voiture et de plus de 40 % sur un tracteur routier.

Évolution des défaillances par secteur

Déclarations de faillite, Roumanie, premier semestre 2026 par rapport au premier semestre 2025, en % (moyenne de l'indice désaisonnalisé)



Source : Eurostat, sts_rb_q, mise à jour du 29 octobre 2026. L'indice est en base 100 en 2021 ; les variations dépendent donc du niveau de départ propre à chaque secteur. L'information et la communication partent d'un niveau très bas.

Ce qui a changé en 2026

Les évolutions de l'année, d'après les séries mensuelles et trimestrielles d'Eurostat et de l'Institut national de la statistique. Toutes les séries sont désaisonnalisées.

La production dans la construction a progressé presque tous les mois, de 130 en janvier à 174 en août (base 100 en 2021). L'indicateur de confiance des chefs d'entreprise s'est lui aussi amélioré, de −11,4 à −9,3. Pourtant, les déclarations de faillite dans la construction ont augmenté de 19 % au premier semestre. Une production en hausse associée à davantage de défaillances dans un même secteur peut s'expliquer, par exemple, par une activité concentrée dans les grandes entreprises avant l'échéance d'août 2026 de la facilité européenne pour la reprise et la résilience, au détriment des petites, privées de commandes. Les données publiques ne permettent pas de tester cette explication.

Les transports connaissent le plus fort renouvellement du tissu d'entreprises. L'indice des créations d'entreprises a atteint 164 au premier semestre, soit 42 % de plus qu'en 2024. L'indice des déclarations de faillite dans les transports a atteint 100,8 au deuxième trimestre, la deuxième valeur la plus élevée depuis 2024. Aucun autre secteur ne connaît un tel rythme de créations et de cessations d'activité.

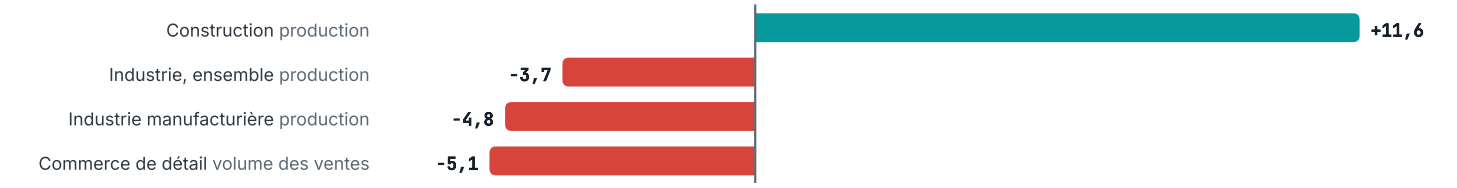
Les créations d'entreprises semblent avoir augmenté de 31 % par rapport au premier semestre 2025. C'est un effet de base : le premier semestre 2025 a été le plus faible depuis des années. Par rapport à 2024, le niveau de 2026 est inférieur de 3 %, et de 20 % dans le commerce.

L'indicateur du climat économique est resté entre 91 et 94 toute l'année, sous sa moyenne de long terme de 100, sans qu'aucun mois ne marque de reprise. La confiance dans le commerce de détail s'est nettement améliorée à partir de juillet, de −8,2 à +4,6 en octobre. L'industrie et les services ont reculé à −3,7 et −3,8. Les consommateurs restent moroses, autour de −33.

L'Union européenne suit la même tendance, de façon plus marquée. Son indice des déclarations de faillite a atteint 196 au deuxième trimestre, son plus haut niveau depuis 2019. Dans les transports, l'indice de l'UE représente plus de 2,5 fois son niveau de 2021. La valeur de 52 relevée en Roumanie n'est pas directement comparable : le premier trimestre 2021 a enregistré un pic inhabituel, à 208,7, qui gonfle la base de comparaison.

Production et ventes en 2026

Volume de production et de ventes, Roumanie, de janvier à août 2026 par rapport à la même période de 2025, en %



Sources : Eurostat, sts_copr_m (construction, mise à jour du 31 octobre 2026) et sts_trtu_m (volume du commerce de détail, 2 novembre 2026) ; Institut national de la statistique, IND104P (industrie, série ajustée, 13 octobre 2026).

Le nombre d'entreprises actives

L'Institut national de la statistique a dénombré 724 228 entreprises actives en 2024, soit 2,0 % de plus qu'en 2023, année où la hausse avait été de 5,7 %. En 2024, la construction (−3,0 %) et l'industrie manufacturière (−0,8 %) ont reculé ; l'informatique, la santé et l'enseignement ont progressé d'environ 9 % chacun. Le dénombrement de 2025 n'est pas encore publié.

Un chiffre d’affaires à peine supérieur à l’inflation, un endettement en hausse

Comparaison à périmètre constant, sur les mêmes entreprises, afin de ne pas comparer un jeu de données complet à un jeu encore incomplet. Montants en lei (RON), en valeur nominale.

MARCHÉ	INDICATEUR	VALEUR	PÉRIODE	VARIATION	BASE DE CALCUL
Roumanie	Chiffre d’affaires net	2 570 Md RON	2025	+7,5 %	836 360 entreprises ayant déposé leurs comptes en 2024 et en 2025. L’inflation moyenne (IPCH) a été de 6,8 % en 2025 : la croissance réelle est inférieure à 1 %.
Roumanie	Résultat net (bénéfice moins perte)	158,9 Md RON	2025	+5,5 %	Mêmes entreprises. Il progresse plus lentement que les prix.
Roumanie	Total des dettes	1 485 Md RON	31 déc. 2025	+10,6 %	Mêmes entreprises. Le bilan publié ne distingue pas la dette à court terme de la dette à long terme.
Roumanie	Trésorerie et avoirs bancaires	214 Md RON	31 déc. 2025	+6,4 %	Mêmes entreprises.
Roumanie	Effectif moyen	3,85 millions	2025	+2,1 %	Mêmes entreprises. Cet effectif ne correspond pas à l’emploi total de l’économie.
Roumanie	Entreprises à capitaux propres négatifs	23,8 %	31 déc. 2025	2024 : 24,0 %	Part des entreprises dont le chiffre d’affaires est supérieur à zéro.
Roumanie	Entreprises déficitaires	28,0 %	2025	2024 : 28,8 %	Part des entreprises dont le chiffre d’affaires est supérieur à zéro.
Roumanie	Entreprises actives en procédure collective	0,73 %	19 oct. 2026	juil. 2025 : 0,58 %	Entreprises ayant déposé des comptes et réalisé un chiffre d’affaires l’année précédente, selon leur statut au Registre du commerce ; les entreprises radiées sont exclues.
Roumanie	Déclarations de faillite, indice	52,3	T2 2026	S1 : +7 %	Base 100 en 2021, corrigé des variations saisonnières et des jours ouvrables. UE : 195,9, plus haut niveau depuis 2019.
Roumanie	Créations d’entreprises, indice	99,6	T2 2026	S1 2026 par rapport au S1 2024 : -3 %	Même série. Par rapport au S1 2025, la hausse est de 31 %, mais la base 2025 est exceptionnellement basse.

Calculs d’Innovia au 2 novembre 2026, d’après les états financiers annuels que le ministère des Finances publie sur data.gov.ro (fichiers WEB_BL_BS_SL et WEB_UU). Les données 2025 correspondent à une première publication (14 octobre 2026) de 918 232 états financiers, contre 968 594 pour 2024 dans la mise à jour de juin 2026 ; seules les entreprises présentes les deux années sont donc comparées. Les fichiers ne sont accompagnés d’aucun dictionnaire de données publié ; les colonnes ont été identifiées à partir des identités comptables, qui se vérifient pour tous les états de 2024 et pour tous ceux de 2025 sauf 11.

À en juger par les comptes, 2025 n’a pas été une mauvaise année. Les entreprises ont un peu plus vendu, la part des entreprises bénéficiaires est restée à peu près stable et leur trésorerie bancaire a augmenté. Mais l’endettement a progressé de trois points de plus que les ventes. Une entreprise qui entame 2026 avec davantage de dettes et une marge rognée par l’inflation est plus exposée à une baisse de la demande, laquelle s’est produite dans l’industrie et le commerce.

Comment la notation a été construite

Définition du défaut retenue ici, années d'apprentissage du modèle et pouvoir de discrimination entre les entreprises qui feront l'objet d'une procédure collective et les autres.

Le défaut désigne ici l'ouverture d'une procédure collective (insolvabilité, redressement judiciaire ou faillite) à l'encontre d'une entreprise, d'après les codes de statut publiés par l'Office national du registre du commerce. Il ne couvre pas les arriérés de paiement de plus de 90 jours, qui constituent la définition du défaut retenue par les banques. Avec la définition des banques, les défauts seraient plus nombreux.

Le modèle apprend, à partir des comptes d'une année, quelles entreprises font l'objet d'une procédure collective dans les 12 mois suivant le dépôt. L'entraînement utilise les comptes 2023 et le statut au registre entre le 7 juillet 2024 et le 2 juillet 2025 : 630 539 entreprises actives, dont 2 777 ont fait l'objet d'une procédure collective. La validation hors échantillon porte sur une année que le modèle n'avait pas vue : les comptes 2024 et les procédures collectives ouvertes entre le 2 juillet 2025 et le 8 juillet 2026, soit 3 898 entreprises sur 669 920. La notation actuelle repose sur un modèle entraîné sur les deux années.

Le modèle utilise 16 indicateurs tirés des comptes et du registre : fonds de roulement, réserves, résultat avant impôt et capitaux propres rapportés à l'actif, levier d'endettement, liquidité, marge nette, capitaux propres négatifs, pertes, taille, effectif et âge de l'entreprise. Il s'agit d'un modèle de gradient boosting, qui prend aussi en compte les relations non linéaires entre les indicateurs. La notation est la moyenne de huit modèles de ce type, entraînés sur les mêmes données, car un modèle unique déplace une partie de ses notes d'une exécution à l'autre.

Sur l'année de test, le modèle discrimine les entreprises qui font l'objet d'une procédure collective avec une AUC de 0,84. Le score d'Altman pour les marchés émergents, adapté aux mêmes indicateurs, atteint 0,70. Sur un autre critère, la sortie du marché au sens large (une entreprise qui cesse de déposer ses comptes), le score d'Altman n'a aucun pouvoir discriminant, avec une AUC de 0,50. Les petits cabinets de conseil cessent souvent leur activité, mais rarement à la suite d'une procédure collective.

L'échelle de notation est celle des agences. Les seuils entre deux notes sont les moyennes géométriques des taux de défaut à un an, en moyenne de long terme, que S&P publie pour les notes adjacentes. La probabilité de défaut d'une entreprise correspond aux notes suivantes : en dessous de 0,01 %, AAA ; jusqu'à 0,03 %, AA ; jusqu'à 0,09 %, A ; jusqu'à 0,30 %, BBB ; jusqu'à 1,4 %, BB ; jusqu'à 9,2 %, B ; au-delà, CCC/C. Les entreprises déjà en procédure collective sont notées D.

NOTE	ENTREPRISES	DÉFAUT PRÉVU	DÉFAUT OBSERVÉ	S&P, LONG TERME
AAA	1	0,01 %	0,00 %	≈0,00 %
AA	59 884	0,02 %	0,04 %	≈0,02 %
A	150 263	0,06 %	0,06 %	≈0,05 %
BBB	233 613	0,17 %	0,20 %	≈0,15 %
BB	176 268	0,62 %	0,82 %	≈0,6 %
B	48 417	2,8 %	3,4 %	≈3 %
CCC/C	1 474	13,1 %	14,4 %	≈26-28 %
Total	669 920	0,47 %	0,58 %	

Test sur les comptes 2024, défaut entre juillet 2025 et juillet 2026. Les taux de S&P sont des moyennes de long terme à un an, citées de seconde main. Une seule entreprise a obtenu la note AAA.

Le modèle sous-estime légèrement le risque : il prévoyait 0,47 % contre 0,58 % observé. Cet écart correspond à la vague de procédures collectives de 2026, qu'un modèle entraîné sur l'année précédente ne pouvait pas anticiper. La hiérarchie des notes est respectée de AA à CCC/C, ce qui est l'essentiel pour une décision de crédit.

BBB pour l'entreprise type, BB en moyenne

Notation établie sur les comptes 2025 et sur le statut au Registre du commerce au 19 octobre 2026. La note moyenne est celle de la probabilité de défaut moyenne ; la note médiane est celle de l'entreprise située au milieu de la distribution.

NOTE	ENTREPRISES	% DES ENTREPRISES	% DU CHIFFRE D'AFFAIRES
AAA	5	0,0 %	0,0 %
AA	39 072	6,1 %	0,2 %
A	134 762	21,0 %	13,3 %
BBB	223 362	34,8 %	34,6 %
BB	183 943	28,7 %	32,4 %
B	54 018	8,4 %	18,2 %
CCC/C	1 663	0,3 %	0,5 %
D	4 665	0,7 %	0,8 %

641 490 entreprises actives dont le chiffre d'affaires et l'actif atteignaient au moins 10 000 RON en 2025. La probabilité de défaut moyenne est de 0,53 % (BB) ; pondérée par le chiffre d'affaires, de 0,91 %. L'entreprise située au milieu de la distribution a 0,20 % (BBB). La moyenne est plus élevée parce que les entreprises notées B et CCC/C, qui ne représentent que 9 % du total, pèsent la moitié de la somme des probabilités de défaut. Seules cinq entreprises sont notées AAA, toutes sans salarié et juste sous le seuil. Les données ne justifient pas pour autant une note AAA : lors du test sur les comptes 2024, même les 5 % d'entreprises les mieux notées ont fait défaut à un taux de 0,03 %, trois fois le seuil de AAA (0,01 %).

NACE	ACTIVITÉ	ENTREPRISES	PD MOYENNE	NOTE MOYENNE / MÉDIANE	D DÉJÀ
69	Comptabilité, services juridiques	11 972	0,18 %	BBB / BBB	0,1 %
66	Services financiers auxiliaires	6 112	0,22 %	BBB / A	0,2 %
86	Santé humaine	27 330	0,29 %	BBB / BBB	0,1 %
62	Logiciels, informatique	28 906	0,30 %	BBB / BBB	0,1 %
49	Transport terrestre	49 368	0,50 %	BB / BBB	0,9 %
47	Commerce de détail	90 691	0,52 %	BB / BBB	0,5 %
43	Travaux de construction spécialisés	29 352	0,56 %	BB / BBB	0,9 %
45	Commerce et réparation automobiles	22 652	0,62 %	BB / BBB	0,6 %
52	Entreposage, services auxiliaires des transports	3 991	0,70 %	BB / BBB	1,3 %
16	Travail du bois	4 107	0,72 %	BB / BBB	1,5 %
46	Commerce de gros	44 962	0,73 %	BB / BB	0,8 %
01	Agriculture	14 726	0,76 %	BB / BB	1,6 %
28	Machines et équipements	974	0,76 %	BB / BBB	2,3 %
25	Produits métalliques	6 572	0,77 %	BB / BBB	1,5 %
10	Industries alimentaires	9 021	0,82 %	BB / BB	1,6 %
41	Construction de bâtiments	34 947	0,87 %	BB / BB	1,7 %
14	Habillement	3 508	0,91 %	BB / BBB	2,9 %
42	Génie civil	3 834	0,95 %	BB / BB	3,9 %
80	Services de sécurité	2 026	0,97 %	BB / BB	3,6 %
08	Autres industries extractives	948	1,03 %	BB / BB	1,8 %
27	Équipements électriques	564	1,04 %	BB / BB	1,2 %

Divisions de la NACE rév. 2 regroupant au moins 500 entreprises. En 2025, certaines entreprises déclarent déjà selon la nouvelle nomenclature (103 003 ont changé de code) ; le code retenu est donc celui des comptes 2024. « D déjà » désigne les entreprises qui ont déposé leurs comptes 2025 et qui étaient en procédure collective au 19 octobre 2026.

D'un secteur à l'autre, la probabilité de défaut moyenne ne varie que de 0,18 % à 1,04 %. Sur les 63 secteurs comptant au moins 500 entreprises, 55 ont une note moyenne BB et 45 une note médiane BBB. Au sein de chaque secteur, on trouve des entreprises dans toutes les notes, de AA à CCC/C. Le génie civil et la construction de bâtiments présentent le risque le plus élevé parmi les secteurs qui financent des équipements, ainsi que la plus forte proportion d'entreprises déjà en procédure collective (respectivement 3,9 % et 1,7 %).

Ce que coûte le risque d’un emprunteur BB

Décomposition du prix minimal d’un prêt ou d’un crédit-bail consenti à un emprunteur BB. Les éléments qui relèvent d’une hypothèse sont signalés comme tels.

BB est la première note sous la catégorie investissement. L’emprunteur honore actuellement ses engagements, mais il est vulnérable à une baisse des ventes ou à une hausse des taux. Dans nos données, sa probabilité de défaut à un an est de 0,82 %. Sur un contrat de cinq ans, à taux annuel constant, la probabilité cumulée atteint environ 4 %. En pratique, elle est plus élevée, car certaines entreprises notées BB sont dégradées en B en cours de contrat.

La perte attendue annuelle est égale à la probabilité de défaut multipliée par la perte en cas de défaut (LGD). Sans sûreté, la LGD de référence prévue par la réglementation bancaire est de 45 %. En crédit-bail, le bien financé réduit la perte : avec un apport initial raisonnable, la LGD s’établit à 25 % ou moins.

COMPOSANTE, % PAR AN	RON	EUR
Taux de référence (3 mois)	5,72	2,64
Marge de refinancement (hypothèse)	1,25	1,25
Perte attendue, LGD 25–45 %	0,21–0,37	0,21–0,37
Coût des fonds propres	0,24–0,43	0,24–0,43
Coût d’exploitation (hypothèse)	1,25	1,25
Marge (hypothèse)	0,75	0,75
Total	9,4–9,8	6,3–6,7

Taux de référence : Eurostat irt_st_m, septembre 2026. La marge de refinancement, le coût d’exploitation et la marge du prêteur sont des hypothèses. Fonds propres réglementaires calculés selon la formule de l’approche NI du règlement CRR pour les petites et moyennes entreprises, avec un coût des fonds propres supérieur de 8 points au coût de refinancement.

Le risque d’un emprunteur BB majore donc le taux de 0,5 à 0,8 point dans une banque disposant de modèles internes, et de 0,7 à 1 point avec l’approche standard, qu’appliquent les prêteurs non bancaires et de nombreuses banques. L’écart se creuse d’une note à l’autre : de BB à B, la perte attendue est presque multipliée par quatre, de 0,21 % à 0,80 % par an pour une LGD de 25 %. Les fonds propres requis passent de 3,0 % à 4,4 % de l’exposition.

NOTE	PD À UN AN	PERTE ATTENDUE	FONDS PROPRES
BBB	0,15 %	0,04 %	1,3 %
BB	0,82 %	0,21 %	3,0 %
B	3,2 %	0,80 %	4,4 %

LGD de 25 %, formule de l’approche NI pour les petites et moyennes entreprises, maturité effective de 2,5 ans.

L’approche standard

La formule de l’approche NI s’adresse aux banques dont les modèles internes ont été validés. Avec l’approche standard, une exposition sur une entreprise non notée exige 8 % de fonds propres, ou 6 % si elle relève de la clientèle de détail, quelle que soit la note interne : cela représente de 0,5 à 0,65 point par an dans le prix. La note interne modifie alors la perte attendue et l’apport, non les fonds propres.

L’apport initial nécessaire pour que le bien couvre la dette

Valeur de recouvrement du bien rapportée à l’encours de la dette, mois par mois, sur un contrat de 60 mois. Les courbes de dépréciation et les frais sont des hypothèses, non des mesures.

BIEN	DÉPRÉCIATION, 1RE ANNÉE / ENSUITE PAR AN	VENTE FORCÉE, FRAIS	APPORT INITIAL POUR UNE COUVERTURE INTÉGRALE	LGD AVEC 10 % D’APPORT	20 %	30 %
Voiture	20 % / 13 %	10 %, 3 %	27–29 %	11–13 %	4–5 %	0 %
Véhicule utilitaire léger	22 % / 14 %	15 %, 4 %	34–35 %	18–20 %	10–12 %	2–4 %
Tracteur routier	25 % / 15 %	20 %, 5 %	42–43 %	27–29 %	19–21 %	10–12 %
Engins de chantier	15 % / 10 %	25 %, 7 %	40–41 %	22–24 %	15–17 %	7–9 %
Matériel agricole	15 % / 10 %	25 %, 6 %	39–40 %	21–23 %	14–16 %	6–7 %

Fourchettes calculées avec un taux de 6,5 % par an en EUR et de 9,5 % en RON. Six mois s’écoulent entre la dernière échéance payée et la vente, période pendant laquelle les intérêts continuent de courir. Recouvrement = valeur de marché × (1 − décote de vente forcée) − frais de reprise et de revente. La LGD attendue pondère chaque mois par une probabilité de défaut plus élevée pendant les deux premières années. Montants hors TVA, hors frais et hors valeur résiduelle.

Pour chaque bien, le mois le plus critique se situe dans la première année. C’est juste après la livraison que le bien perd sa valeur le plus vite, alors que le capital restant dû ne diminue d’abord que lentement. L’apport initial vient combler cet écart.

Une couverture intégrale suppose des apports initiaux de 27 à 43 %, supérieurs à ce que le marché exige habituellement. En pratique, les prêteurs en demandent moins et intègrent la perte résiduelle dans le prix. Avec 20 % d’apport, la perte attendue d’un emprunteur BB se situe entre 0,03 et 0,04 point par an sur les voitures et entre 0,16 et 0,18 point sur les tracteurs routiers. Un emprunteur B qui finance un tracteur routier avec 30 % d’apport présente encore une perte attendue environ deux fois supérieure à celle d’un emprunteur BB avec 20 % d’apport. Pour atteindre le même niveau, l’apport devrait être d’environ 36 %.

Le calcul avec les données du prêteur

La dépréciation, les décotes de vente forcée et les frais de reprise ci-dessus sont des valeurs typiques, non des courbes mesurées sur le marché roumain. Un prêteur qui applique le même calcul à son propre historique de reventes obtient l’apport requis pour son portefeuille, par type de bien et par note.

Limites de l'étude

Le défaut n'est pas l'impayé
Nous mesurons l'ouverture d'une procédure collective d'après le Registre du commerce. Une banque classe aussi en défaut les impayés de plus de 90 jours ; ses taux de défaut sont donc plus élevés.

La procédure collective n'est pas la seule sortie du marché
Les petites entreprises disparaissent surtout par radiation, et non par une procédure collective. Dans le dixième au chiffre d'affaires le plus faible, on compte près de dix radiations pour une procédure ; dans le dixième au chiffre d'affaires le plus élevé, une radiation pour près de trois procédures (comptes 2024, statut au registre en juillet 2026). C'est pourquoi la note AA regroupe presque uniquement des microentreprises d'au plus un salarié. Une bonne note signale un faible risque de procédure collective, non une entreprise solide.

Les plus grandes entreprises manquent
Les 102 entreprises qui publient leurs comptes en IFRS, soit 133 milliards de RON de chiffre d'affaires, figurent dans un fichier distinct du ministère des Finances et ne sont pas notées. Parmi elles, OMV Petrom, Rompetrol Rafinare, Hidroelectrica et Romgaz.

Extractions du registre
Le statut d'une entreprise ne peut être rapproché que du fichier du registre de la même extraction : les numéros d'immatriculation ont changé de format, et un rapprochement entre deux extractions de mois différents fait perdre des dizaines de milliers d'entreprises. Un même code fiscal peut correspondre à plusieurs immatriculations, par exemple après un transfert de siège dans un autre département ; une entreprise n'est considérée comme radiée que si toutes ses immatriculations le sont.

Deux nomenclatures
Les comptes 2025 mêlent l'ancienne et la nouvelle nomenclature d'activités. Les entreprises créées en 2025 n'ont pas de code 2024 et n'apparaissent que dans les totaux.

Les données 2025 sont une première publication
Les dépôts tardifs figureront dans les mises à jour. Les totaux 2025 ne sont calculés que sur les entreprises présentes les deux années.

Les taux de S&P
Ils sont cités de seconde main, comme repère pour l'échelle ; l'étude originale de S&P n'a pas pu être consultée directement. L'étalonnage du modèle est contrôlé au regard des taux observés en Roumanie, et non de ceux de S&P.

Hypothèses de tarification
La marge de refinancement, le coût d'exploitation, la marge, les courbes de dépréciation et le calendrier des défauts sont des hypothèses explicites. Les taux de référence sont observés ; les probabilités de défaut sont estimées par le modèle et vérifiées sur les défauts observés.

UNE PRÉVISION VÉRIFIABLE

Parmi les entreprises actives ayant déposé des comptes 2025 qui n'étaient pas en procédure collective au 19 octobre 2026, entre 0,45 % et 0,75 % feront l'objet d'une procédure collective d'ici octobre 2027. Le modèle estime ce taux à 0,53 %.

Fausse si le taux observé dans l'extraction du Registre du commerce d'octobre 2027 est inférieur à 0,45 % ou supérieur à 0,75 %. Vérifiable en Novembre 2027.

SOURCES. Ministère des Finances: Ministère des Finances, états financiers annuels 2023, 2024 (mise à jour de juin 2026) et 2025, data.gov.ro, 2026-10-14, confirmed, https://data.gov.ro/dataset/situatii_financiare_2025. **Registre du commerce:** Office national du registre du commerce, entreprises immatriculées, extractions du 7 juillet 2024, du 2 juillet 2025, du 8 juillet 2026 et du 19 octobre 2026, data.gov.ro, 2026-10-20, confirmed, https://data.gov.ro/organization/onrc. **Eurostat:** sts_rb_q, sts_copr_m, sts_trtu_m, ei_bssi_m_r2, irt_st_m, prc_hicp_aind, 2026-11-02, confirmed, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/sts_rb_q/default/table. **Institut national de la statistique:** Institut national de la statistique, Tempo Online, IND104P et INT101O, 2026-10-13, confirmed, http://statistici.insse.ro:8077/tempo-online/. **S&P:** S&P Global Ratings, Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study, moyennes à un an citées de seconde main, 2025-03-27, secondary, https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/220413-default-transition-and-recovery-2021-annual-global-corporate-default-and-rating-transition-study-12336975. **Innovia:** Calculs propres d'Innovia : modèle de notation, étalonnage, tarification et apport initial, 2026-11-02, estimated, https://innoviasystems.io