

Comment créer un fonds de solvabilité avec l'épargne collective ? Avec un peu d'imagination !



Georges Hübner
Professeur de Finance
HEC Liège, Liège University

ABSTRACT

The coronavirus crisis has created two bottlenecks in the financial circuit. On the lending side, there is a surplus of idle household savings for many - but not all - households, while there is a potentially large unmet need for capital increases at affordable conditions for those companies that have suffered from the crisis. To redirect savings into an alternative financial instrument, the latter must be (i) safe, (ii) liquid, (iii) non-loss-making, and (iv) socially meaningful. To persuade companies to open their capital to external investors, they should be able to issue securities that are (i) equity-like, (ii) non-diluting, (iii) non-voting, and (iv) self-destructing. It is not easy to link these two incompatible needs, but we believe that, thanks to the current economic conditions with low interest rates but a positive expected economic growth rate, some adequate financial engineering could bridge the gap. For households, we advocate the issuance of liquid bullet bonds with a variable coupon and guaranteed capital. On the corporate side, the proceeds of these bonds would be invested in callable, cumulative, convertible preferred shares. A proper asset & liability management governance can ensure a smooth management of the maturity, credit and liquidity risks of the structure. Based on the feedback of many knowledgeable actors of the Belgian economy, we list several potential hindrances that need to be overcome to succeed with this project, but we believe that none represents a crippling obstacle.

Introduction : Un double constat d'inefficience dans l'allocation des ressources

Le circuit financier traditionnel doit en principe permettre d'allouer les ressources financières (en bref : l'argent) là où elles sont les plus productives. Au lieu que s'y échangent des biens et services, on y retrouve des contrats dont les émetteurs promettent des versements futurs auxquels les investisseurs attribuent une valeur présente. Ces contrats, dénommés actifs financiers, sont généralement de deux types principaux : des titres de propriété sur les fonds propres des entreprises (les actions) et des titres de créances (les



prêts ou obligations). La détermination d'un prix d'équilibre permet d'échanger ces contrats et de transférer les ressources de ceux qui sont en surplus de trésorerie vers ceux qui en ont besoin pour leur consommation ou leurs investissements.

Ce circuit repose sur deux piliers principaux : le marché financier, qui permet que se rencontrent directement les acteurs ; et le système bancaire, où l'intermédiaire financier se place entre prêteurs et emprunteurs lorsque les uns et des autres sont trop éloignés (soit à cause de besoins divergents, soit à cause d'une information trop asymétrique) pour que le marché puisse fonctionner efficacement. Ce système dual peut pencher d'un côté ou de l'autre suivant les pays et les circonstances, mais il fonctionne généralement relativement bien.

La crise du Covid-19, véritable *deus ex machina*, est venue bouleverser cet équilibre, créant deux goulots d'étranglement. Du côté bancaire, l'épargne forcée de nombreux ménages – mais pas tous, vu le caractère inégalitaire de cette crise – est venue gonfler leurs comptes bancaires. À la fin 2020, cela s'est traduit par un encours supérieur de plus de € 30 milliards par rapport aux attentes des banques. Avec à la clef un problème de taille : alors mêmes qu'elles ne parvenaient pas à convertir leurs ressources existantes en prêts suffisamment profitables, cette manne supplémentaire s'avérait dès lors superflue. En l'absence d'alternative rentable, une partie substantielle de l'épargne des Belges est parquée dans les comptes que détiennent les banques au sein de la BCE, ce qui n'arrange littéralement personne : les ménages touchent un intérêt (flooré à 0,01% ou 0,11% suivant les comptes) inférieur à l'inflation et donc perdent mécaniquement du pouvoir d'achat, les banques subissent le coût d'opportunité de ces ressources non désirées mais qu'elles continuent à collecter malgré elles, et la BCE elle-même qui voit la monnaie qu'elle crée lui revenir tel un boomerang, affaiblissant ainsi ses efforts de politique monétaire. En somme, s'il est acquis qu'une partie substantielle de l'épargne des ménages profite à l'économie, l'excès actuel représente une forme de gaspillage. Et le problème, tant que la crise n'est pas terminée, est lié à l'absence d'alternatives : la consommation est différée, et aussi bien les valorisations des actifs risqués qu'une certaine anxiété parmi la population limitent la redirection de cette épargne là où elle serait plus utile, et maintiennent l'épargne à un très haut niveau. Bref, l'état d'esprit de l'épargnant forcé est bien souvent « *Je voudrais bien faire quelque chose mais je n'ai pas d'alternative liquide et sans risque à mes placements* ».

De l'autre côté, au niveau du marché, la situation n'est pas aussi attrayante que les beaux résultats boursiers ne le laissent à penser. La croissance économique en Belgique et en zone Euro a été négative en 2020, et le redressement attendu en 2021 ne compensera pas cette *annus horribilis*. Cela veut dire, concrètement, que l'économie se sera appauvrie, en ce compris le tissu des entreprises. Là aussi, la crise a frappé certains plus durement que d'autres. Sous perfusion de trésorerie depuis plus d'un an, de nombreuses entreprises jusque-là viables – ne parlons pas des « zombies », ces sociétés maintenues en vie artificiellement grâce aux taux bas qui leur permettent de se maintenir à flot – sont en

situation de dégradation marquée au niveau de leur solvabilité. En principe, un marché financier qui fonctionne bien – pas seulement la bourse, mais aussi toutes les opérations d'émissions et d'échanges privés – fournit une solution naturelle : l'augmentation de capital. Malheureusement, pour que cela fonctionne et que l'entreprise qui cherche à renforcer ses fonds propres le fasse à de bonnes conditions, il faut que les étoiles soient raisonnablement alignées – on parle de « *hot issue period* ». Ce n'est pas le cas, bien au contraire : les entreprises qui ont besoin urgent de fonds propres présentent généralement une situation dégradée et peuvent difficilement obtenir le financement nécessaire auprès de leurs actionnaires. Cela les obligerait à brader les actions à émettre et de diluer le contrôle de l'entreprise auprès d'investisseurs extérieurs. L'état d'esprit des dirigeants des entreprises en difficulté peut donc se résumer par « *Je cherche des ressources propres supplémentaires mais je n'ai pas d'alternative non-dilutive et correctement valorisée* ».

Deux goulots d'étranglement donc, mais sur deux segments différents : un surplus d'offre de fonds sur le segment des prêts (les dépôts bancaires convertis en prêts), un surplus de demande de capitaux sur le segment des fonds propres. Sur base de ce constat, au demeurant de plus en plus consensuel au fil du déroulement de la crise, on peut tenter de fournir deux types de solutions : soit forcer chaque catégorie d'acteurs à faire des concessions sur leurs besoins afin de les connecter, soit créer une forme hybride de circuit financier dont l'ingénierie rencontre leurs aspirations. La thèse de cet article est que la seconde branche de l'alternative est parfaitement faisable, et que le timing y est favorable.

Une connexion possible entre les ménages et les entreprises

Comment peut-on caractériser les aspirations des acteurs du circuit financier évoqués ci-dessus ? Pour ce qui concerne les ménages, nous identifions quatre critères de substitution d'un produit financier à leur compte d'épargne où sont entreposées leurs liquidités excédentaires :

1. **Sécurité.** L'une des raisons pour lesquelles les ménages s'adressent aux banques pour leur épargne réside dans le sentiment – renforcé par les mécanismes d'assurance de l'épargne – de l'absence de risque crédit. Toute alternative induit la nécessité de proposer le même niveau de sécurité. C'est ce qui rend, par exemple, le capital à risque ou même les mécanismes de prêts participatifs imparfaitement substituables au compte bancaire.
2. **Liquidité.** Les comptes de paiement et d'épargne ne présentent pas d'échéance contractuelle fixe ; sauf rare exception, le client peut retirer son argent à tout moment sans pénalité. C'est ce qui explique notamment pourquoi l'épargne répond bien au motif de précaution. Pour induire les ménages à rediriger leur épargne vers un placement jugé équivalent, il faut donc garantir une très haute liquidité de ce produit. C'est notamment la raison pour laquelle une obligation, dont la revente ne peut pas se faire à un prix garanti avant échéance, n'est pas un substitut.

3. **Rentabilité non-négative.** Symboliquement, le fait de garantir une restitution du capital investi est très important pour le client particulier, même si le chiffre de « 0% » de rendement n'a aucune signification économique particulière – seul compte le pouvoir d'achat. Par rapport au compte d'épargne, un produit financier qui présenterait une probabilité positive d'enregistrer un taux de rentabilité négatif, fût-il négligeable, ne passe pas la barre : émotionnellement, cela reste un produit dont le niveau de risque de marché sera jugé inacceptable par de nombreux ménages.
4. **Porteur de sens.** Enfin, il ne faut pas négliger que le fait de retirer de l'argent de son compte bancaire pour le réinvestir dans un produit respectant les trois critères ci-dessus suppose un passage à l'acte volontaire de la part de l'individu. Il doit ressentir une bonne raison pour le faire. Pour qu'un véhicule de placement sûr, liquide et rentable soit accepté comme alternative à l'épargne, il faut qu'il fasse sens, et que la personne ait le sentiment de faire œuvre utile pour la société.

À l'autre extrémité de la chaîne, l'entreprise recherche aussi à émettre un contrat financier qui respectera quatre caractéristiques également – malheureusement très différentes de celles du ménage :

1. **Renfort des fonds propres.** Les mesures de soutien proposés durant la pandémie ont surtout visé à maintenir les entreprises à flot, soit via des subventions, soit via des prêts. Le redressement de la solvabilité des entreprises induit un renforcement de leurs fonds propres. Même si certaines formes de prêts subordonnés peuvent être considérées économiquement comme des « quasi-fonds propres », elles supposent malgré tout une exigibilité du principal à échéance, ce qui les rendent sensu stricto non-substituables au capital.
2. **Non-dilutif de valeur.** L'entrepreneur en difficulté temporaire ne considère pas pour autant son entreprise comme non-viable. Si un investisseur extérieur accepte de l'aider, ce ne doit pas être le prétexte pour « rincer » les actionnaires en exigeant un prix de souscription bradé. Le produit financier proposé doit donc limiter au maximum le caractère dilutif des fonds propres, en principe par l'établissement d'un plafond à la rémunération de l'apport. C'est l'une des raisons pour lesquelles l'action ordinaire est souvent le dernier recours dans ce type de situations, et toute autre forme de fonds propres sera vraisemblablement préférée par l'entreprise émettrice.
3. **Non-dilutif de contrôle.** L'augmentation de capital avec ouverture à des actionnaires extérieurs est un acte que les actionnaires historiques ne posent pas volontiers s'ils sont convaincus que l'entreprise a un avenir durable. Cela induit notamment une perte, partielle ou totale, du contrôle managérial. Comme le renforcement des fonds propres désiré ici ne correspond pas à une décision stratégique, mais plutôt une nécessité impérieuse, les actionnaires ne désireront généralement pas assortir l'ouverture de capital à un élargissement du contrôle actionnarial. Un véhicule financier sans droit de vote est donc indiqué.

4. **Éphémère.** Comme énoncé ci-dessous, on ne peut pas considérer que l'entreprise qui augmente son capital suite à la crise sanitaire le fera principalement pour un objectif stratégique de croissance. On peut s'attendre à ce qu'une fois la situation normalisée, l'entreprise concernée voudrait revenir à son point de départ et se débarrasser, si possible, des titres émis dans l'urgence. Il faut donc prévoir un mécanisme d'auto-destruction du mécanisme de financement.

Notre thèse est qu'en dépit de la distance manifeste entre ces listes de critères, une telle rencontre est possible actuellement. On peut en effet bénéficier d'une distorsion inédite sur le marché financier : le redressement de l'économie est créateur de valeur (rendement économique positif) alors que l'épargne ne rapporte rien (rendement financier nul). Il existe donc un arbitrage économique entre un taux d'intérêt réel largement négatif et un taux de croissance moyen durable de l'économie – et singulièrement du secteur marchand – dont on peut partager les fruits entre les épargnants, les pouvoirs publics, et les entreprises. Le défi n'est donc pas de créer de la valeur ex-nihilo, ce qui serait impossible, mais de distribuer la valeur positive produite par les entreprises d'une façon adaptée aux besoins des uns et des autres.

En outre, on est dans un contexte de crise sans précédent : les entreprises touchées ne le méritent pas, tandis que de nombreux particuliers désirent exprimer concrètement leur solidarité économique. Retirer de l'argent de son compte d'épargne pour le mettre à disposition des entreprises peut donc être vu par la majorité comme un geste de solidarité. On dépasse les clivages idéologiques et, à la place, on peut assister à un alignement d'intérêt inédit entre les particuliers, quelle que soit leur orientation politique ou sociale, et les entreprises aidées dont tout le monde peut s'accorder à dire qu'elles sont victimes d'une crise dont elles ne sont pas responsables.

Pistes de solutions

Les pistes de solutions que nous proposons consistent en trois composantes : le design d'une solution de placement pour les ménages, le design d'une solution de financement pour les entreprises, et le mécanisme de connexion entre les deux.

La solution de placement : l'emprunt de solidarité économique

Selon nous, le véhicule adapté aux exigences de ménages devrait se présenter sous forme d'une **obligation *bullet* à coupon variable et capital garanti, et cessible au pair avant échéance**. En voici l'explication :

- **Obligation** : une créance exigible et cessible, à échéance fixe, disposant d'une garantie de l'émetteur (en principe les pouvoirs publics) suffisamment forte pour être assimilée à la qualité d'un dépôt bancaire.

- **Bullet** : les cash flows nets rémunérant l'obligation sont accumulés et mis en réserve jusqu'à l'échéance finale (qui coïncide avec celle du fonds, voir ci-dessous). Le fonds prélève les montants des diverses commissions (garantie de capital, liquidité, gestion, garantie de rachat par fonds secondaire) des cash flows bruts générés.
- **Coupon variable et capital garanti** : Le montant des coupons payés correspond exactement aux cash flows nets générés par le fonds. Il est flooré à 0 grâce à la garantie de capital, qui constitue une assurance de restitution du montant investi au bénéfice des obligataires, dont la prime est payée par prélèvement sur les cash flows du fonds (commission de garantie)
- **Cessible au pair avant échéance** : grâce à la garantie du capital, un fournisseur de liquidité s'engage à racheter les obligations à la valeur faciale à tout moment, en contrepartie d'une commission de liquidité.

Il s'agit d'un véhicule simple, compréhensible, à la finalité claire – aider les entreprises indûment mises en difficulté à cause de la crise. En tant que tel, il peut susciter une large adhésion.

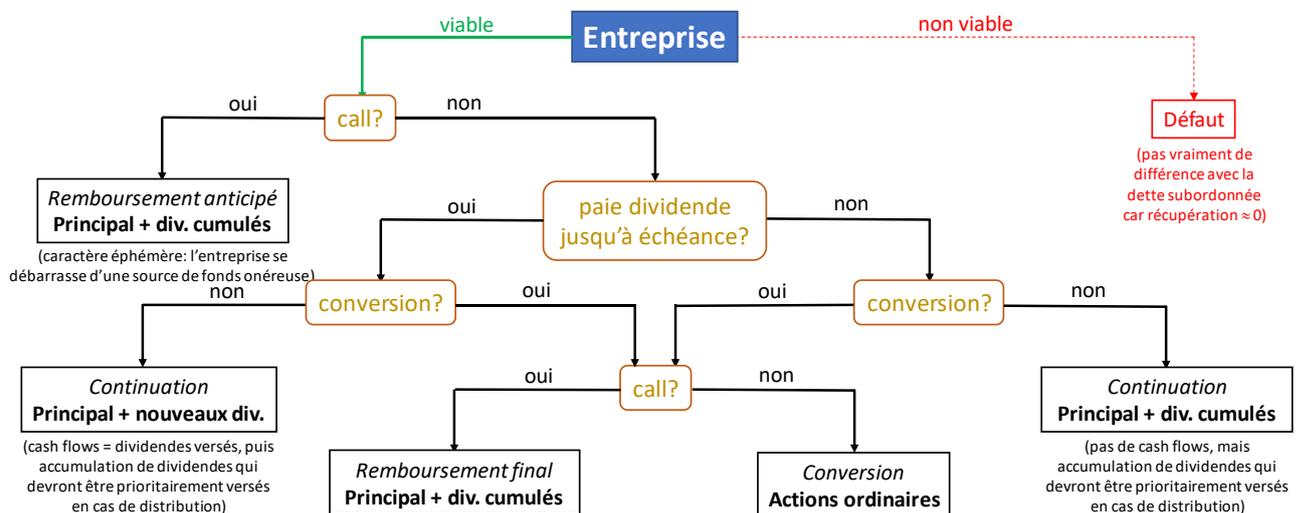
La solution de financement : le fonds solidaire de participation

Les ressources obtenues grâce aux souscriptions des ménages – et potentiellement d'investisseurs institutionnels, voir plus bas – alimentent un fonds qui investit dans les sociétés en difficulté. La question est de savoir comment. Pour l'entreprise, la solution est nettement plus complexe que pour le particulier, car les enjeux nécessitent un contrat financier hybride, à mi-chemin entre l'action ordinaire et le prêt à échéance. Pour répondre à tous les critères, il est nécessaire de mettre au point une **action de préférence cumulative, callable, et convertible**. Cela se présente comme suit :

- **Action de préférence** : un actif financier hybride, qui présente plusieurs caractéristiques d'une action (inexigibilité du principal à une échéance fixe, distribution de dividende basé sur l'affectation volontaire du bénéfice, pas d'échéance contractuelle, vient après toutes la dette en termes de séniorité), mais aussi d'une dette (valeur faciale fixe, taux de dividende préférentiel fixe (coupon), pas de droit de vote (sauf si restructuration), vient avant l'action en termes de séniorité). Ce type d'action est connu et utilisé depuis les années 1970. On lui attribue un mérite particulier : il diminue les conflits d'agence entre toutes les catégories de stakeholders de l'entreprise ; cependant, c'est un actif financier relativement peu usité en Belgique.
- **Cumulative** : les dividendes préférentiels sont distribués prioritairement par rapport aux dividendes ordinaires. En cas de non-paiement du dividende d'un exercice, l'entreprise devra également le payer prioritairement lors de toute distribution ultérieure.

- **Callable** : à chaque anniversaire, l'entreprise peut rembourser anticipativement les actions de préférence. Le prix de rachat = principal + somme des dividendes accumulés non encore payés.
- **Convertible** : à chaque anniversaire à partir de l'échéance (période de protection), le fonds peut convertir les actions de préférence en actions ordinaires, au prix de conversion = (valeur faciale + somme dividendes accumulés non encore payés) / [fonds propres au 31/12/2019 + (#titres x valeur faciale)].

L'option call est prioritaire par rapport à l'option de conversion : l'entreprise a toujours le choix de racheter plutôt que d'accepter la dilution. Il s'agit d'un mécanisme qui est représenté par l'arbre décisionnel ci-dessous :



Alternativement, on peut remplacer l'action de préférence – dont l'émission devra souvent être rendue possible à travers une modification des statuts de l'entreprise – par une obligation subordonnée, plus classique. Cela présente l'avantage de la simplicité, mais renonce à plusieurs avantages significatifs offerts par l'action de préférence pour l'entreprise, à savoir un renfort véritable des fonds propres (et non un ersatz), une vraie flexibilité de remboursement, et une maîtrise totale de la trésorerie à travers l'affectation discrétionnaire du bénéfice. Il semble que plus l'entreprise est petite et/ou peu dépendante financièrement, le prêt subordonné peut être considéré comme une alternative crédible.

La transition entre les solutions de placement et financement : une gestion actifs/passifs efficace

Comment « transformer » un emprunt simple, sûr et liquide en solution de capital-risque sophistiquée, risquée et peu liquide ? Une gestion actifs/passifs (mieux connue sous le

vocabulaire d'asset & liability management ou ALM) s'impose, à l'instar des mécanismes mis en place par les institutions financières depuis des décennies.

Concrètement, cela suppose que les risques de transformation (liquidité, solvabilité, échéance) soient pris en charge, contre rémunération, par un fournisseur de service extérieur qui peut être l'Etat, des outils d'investissement (semi-)publics, et/ou un consortium d'institutions financières. C'est là que réside la double clef de la viabilité du système : (i) la rentabilité espérée du fonds solidaire de participation est supérieure au rendement exigé par l'emprunt de solidarité économique, et (ii) le fonds génère des cash flows positifs pendant sa durée de vie, lui permettant de payer les diverses commissions (garantie de capital, liquidité, gestion, garantie de rachat par un fonds secondaire) qui permettent de réaliser les objectifs poursuivis.¹ La mise en place d'une gestion ALM efficace et d'une gouvernance solide est cruciale. C'est à ce prix que les citoyens, convaincus de trouver dans cet emprunt une alternative aussi bien financièrement que socialement supérieure à leur compte d'épargne, pourront y adhérer massivement.

Conclusion : où en sommes-nous ?

Cela fait plus d'un an que l'auteur de ces lignes a pris son bâton de pèlerin et a élaboré ce mécanisme dans l'espoir de trouver un écho parmi les décideurs publics. Dès avant cette initiative – nous n'avons pas la prétention d'être le premier – et depuis lors, de nombreuses voix se sont fait entendre au sein de la société civile pour demander aux différents gouvernements de mettre au point un système (celui-ci ou un autre) d'activation de l'épargne publique. Il ne se passe plus une semaine sans qu'on ne lise ici une carte blanche, là une interview, qui va dans le même sens.

Il faut être réaliste : il y a de nombreux obstacles à surmonter pour qu'un tel mécanisme produise ses effets. Nous en avons listé plusieurs, sur base de divers retours d'expertise glanés au fil du temps, par rapport à la solution développée ci-dessus :

- Les moyens nécessaires à mettre en œuvre pour remporter une adhésion suffisante de la population, sans garantie de succès – on parle de plusieurs milliards d'euros à lever, ce qui n'est pas une sinécure ! Un nouveau 'flop', comme on en a trop souvent connus en Belgique avec des initiatives louables mais mal calibrées, serait catastrophique au vu des enjeux ;
- La complexité du système d'aide aux entreprises, qui peut amener un nombre trop nombreux à considérer cela comme une « usine à gaz » dont, là encore, on a connu trop d'exemples par le passé ;

¹ Pour les détails du mécanisme et une illustration, voir Hübner, G. (2020), Efficient resource allocation in the context of the coronavirus crisis: Towards a private equity fund financed by collective savings. Revue Bancaire et Financière 2020-03.



- La difficulté d'avoir une adéquation suffisante entre l'offre et la demande de fonds. Si trop d'épargnants sont conquis par rapport aux demandes des entreprises, ou si la demande de financement est trop élevée par rapport aux sources de fonds disponibles, le système peut être mis en échec ;
- La difficulté pour l'Etat (fédéral ou entité fédérée) de mettre en place un tel système, notamment en apportant sa garantie, sans que celui-ci ne soit considéré comme une forme détournée de financement public par les autorités Européennes, et ainsi soit intégré dans le périmètre de la dette publique et creuse ainsi le déficit ;
- L'effet d'aubaine pour des entreprises qui ne le méritent pas – ces fameux zombies. Comment distinguer, parmi les candidats, ceux qui ne devraient pas bénéficier du mécanisme ? Cela nécessite du temps, des ressources, ce sera de toute façon toujours critiqué, et il faut cependant aller vite...
- La difficulté d'intégrer des critères de durabilité sans tomber dans les pièges du risque de transition. On peut utiliser le fonds pour donner un coup de pouce aux entreprises les plus vertes ou socialement responsables, mais cela peut créer un risque de clivage exacerbé vis-à-vis de ceux qui restent sur le bord du chemin et à qui on ne donne pas la chance de s'adapter ;
- Le fardeau de la sélection des entreprises bénéficiaires du système et de suivi des investissements dans le temps. Comme le montre le graphique ci-dessus, il sera nécessaire d'opérer un suivi très strict d'un grand portefeuille d'investissements pour une durée qui peut être longue, avec tous les problèmes de gestion et de gouvernance qui peuvent y être associés.
- Enfin, l'argument qui nous paraît le plus spécieux, est le risque d'injustice sociale. Seuls les ménages qui en ont les moyens pourraient se permettre de souscrire à l'emprunt, qui leur fournirait une rémunération attendue supérieure à leur épargne. Ce faisant, on créerait une nouvelle inégalité dans la société entre les « ayants » et les autres. Cet argument

Nous nous faisons ici l'avocat du diable, mais c'est de bonne guerre dans la démarche. Il nous paraît, à la lecture de cet inventaire de difficultés et de risques, qu'aucun n'est insurmontable. Cette proposition a déjà été présentée et débattue à plusieurs niveaux de pouvoir. Le système est d'ailleurs explicitement évoqué dans le rapport du conseil stratégique de Get up Wallonia au Gouvernement wallon (p.64)² Le dossier est bien vivant ; reste à voir jusqu'où l'imagination nous portera.

² <https://gouvernement.wallonie.be/home/publications/get-up-wallonia/publications/rapport-du-conseil-strategique-de-get-up-wallonia-au-gouvernement-wallon.publicationfull.html>