

**Webinar BFF - 24/03/2021**

# **How to mobilise the savings surplus for the relance of the economy**

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

Georges Hübner, Professeur de Finance

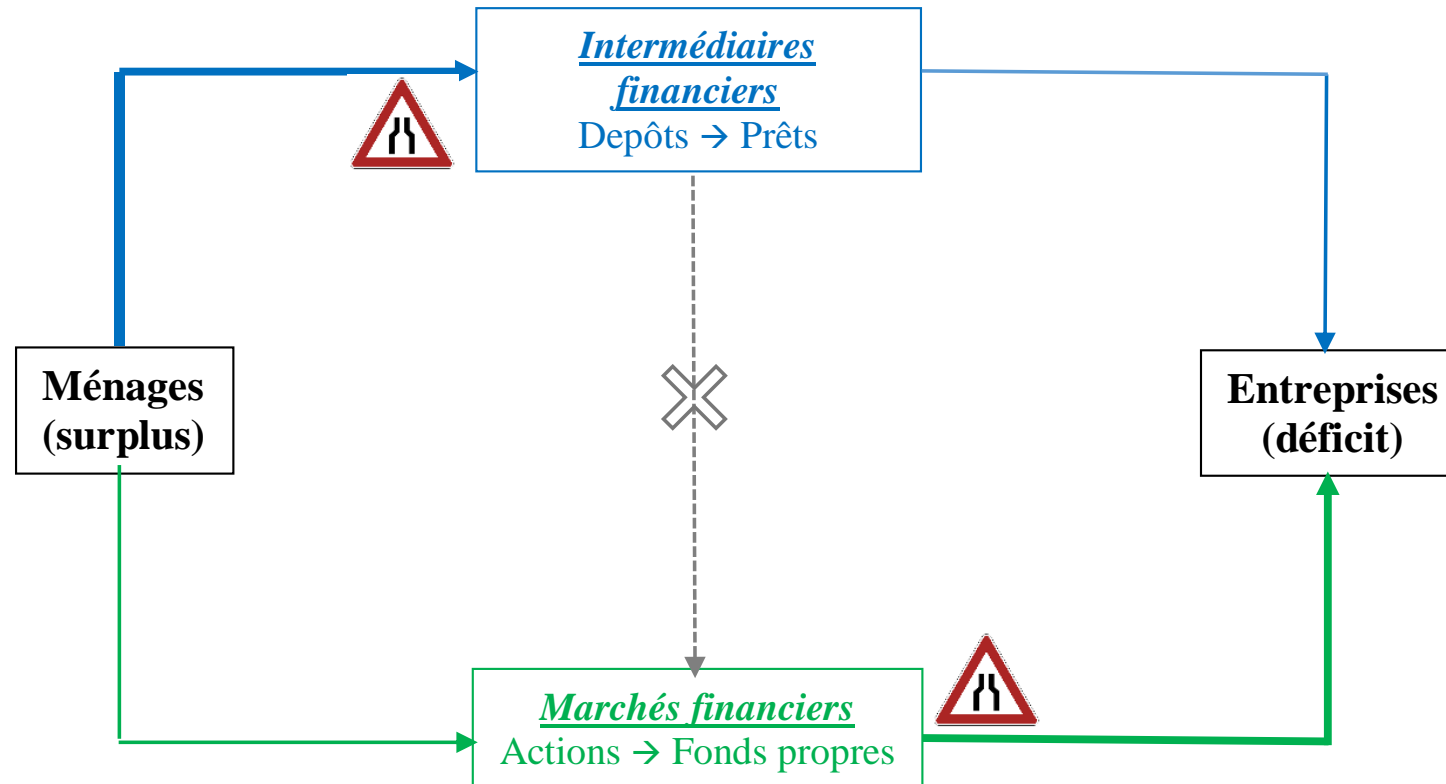
*HEC Liège, ULiège*

24 mars 2021



# Motivation

## Double constat d'inefficience de l'allocation des ressources



Source: 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

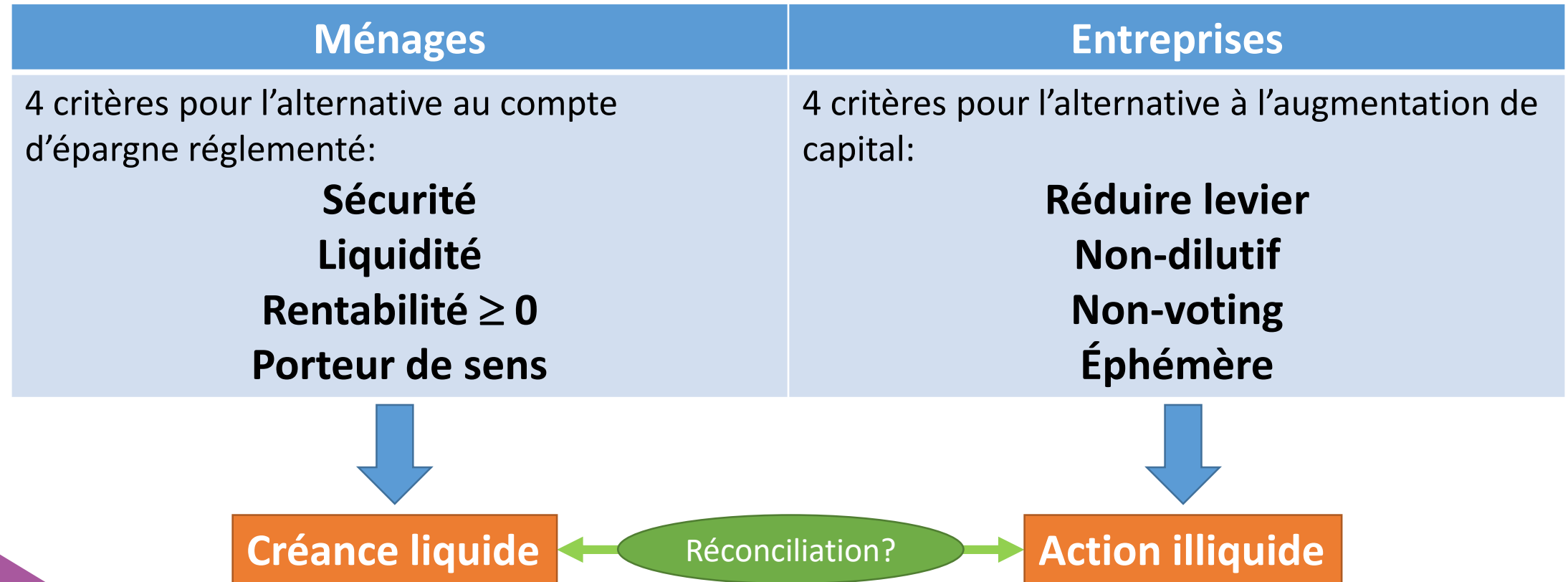
# Motivation

## Double constat d'inefficience de l'allocation des ressources

Ménages	Entreprises
<ul style="list-style-type: none"><li>• ~300 milliards € sur comptes d'épargne: surplus non-rationnel et structurel</li><li>• Appauvrissement en pouvoir d'achat (taux 0,11% &lt; inflation)</li><li>• Inutilité pour le secteur bancaire (coût épargne &gt; coût d'opportunité, surchauffe du crédit)</li><li>• Accroissement des inégalités suite au Covid-19 (ca. 40% pop. enrichie, 60% appauvrie)</li><li>• Flux net d'épargne positif depuis mars 2020 lié à de l'« épargne forcée »</li></ul> <p><b>« Je voudrais bien faire quelque chose mais je n'ai pas d'alternative liquide et sans risque »</b></p>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Réduction d'activité: diminution bénéfique voire pertes → impact &lt;0 sur fonds propres</li><li>• Mesures de soutien (liquidité, moratoire): augmentation du levier</li><li>• Appauvrissement des actionnaires internes nécessitant un appel dilutif</li><li>• Diminution des multiples de valorisation (mauvais timing)</li><li>• Nécessité d'accroissement du niveau de solvabilité au pire moment pour l'ouverture du capital</li></ul> <p><b>« Je cherche des ressources propres supplémentaires mais je n'ai pas d'alternative non-dilutive et correctement valorisée »</b></p>

# Motivation

## Conditions pour une rencontre des besoins divergents

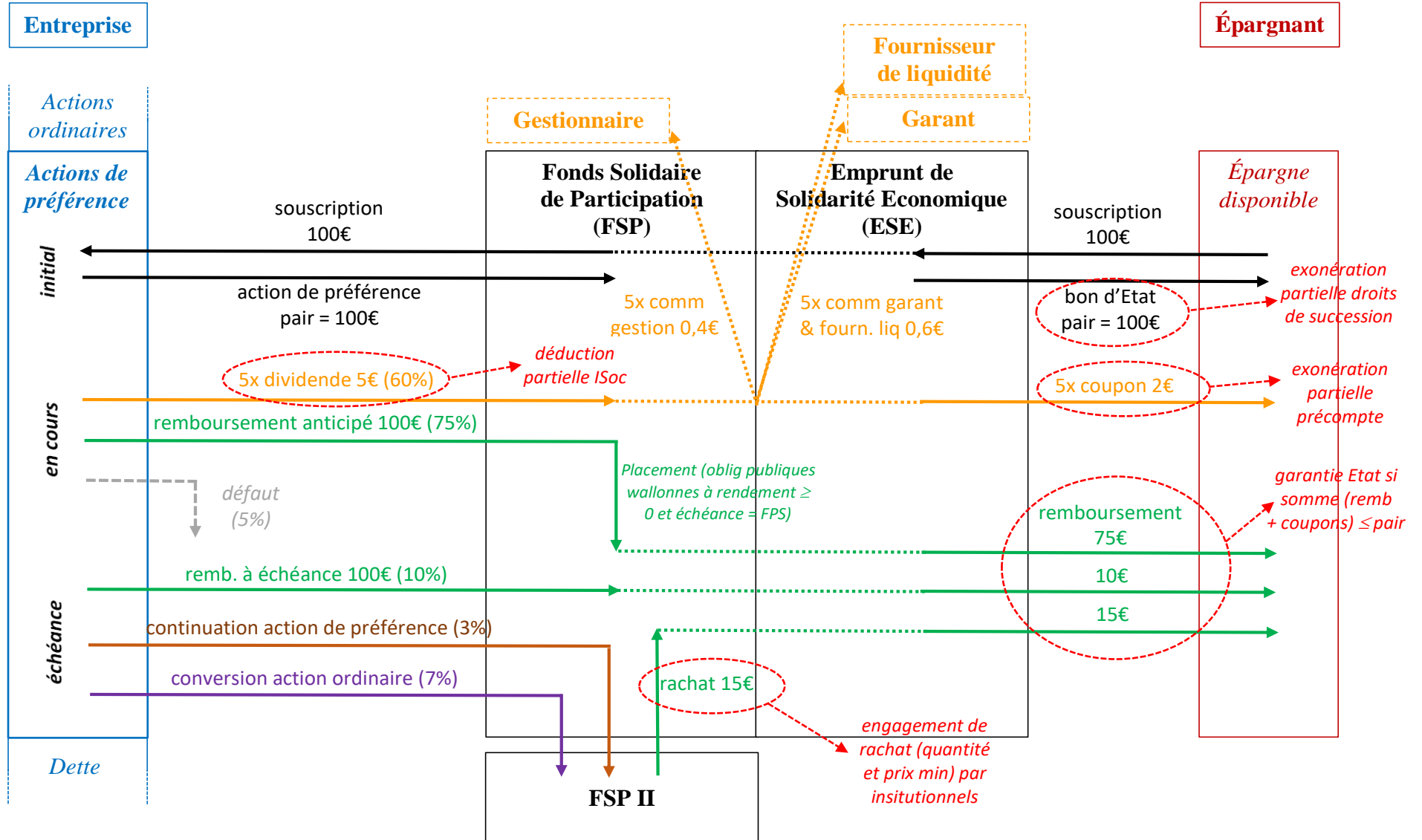


# Motivation

Une telle rencontre **est possible** dans le contexte de la crise Covid-19

- On peut bénéficier d'une distorsion 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 un donc un **arbitrage** économique dont on peut partager les fruits entre les épargnants, les pouvoirs publics, et les entreprises
- On est dans un contexte de crise sans précédent:
  - Les entreprises touchées ne le méritent pas (deus ex machina)
  - De nombreux particuliers désirent exprimer concrètement leur solidarité économique
- On dispose par ailleurs de techniques d'asset & liability management (ALM) efficaces:
  - On peut construire des actifs financiers qui permettent de découpler les risques à travers des options (mécanisme d'assurance) ou de structuration des priorités de remboursement (mécanisme d'ABS)
  - Ces mécanismes peuvent ne coûter à personne si on considère que le rendement économique du fonds est positif

# Schéma





- Hypothèses (illustration)
- Taille du fonds = valeur faciale de l'obligation = 100€
  - Échéance du fonds = échéance de l'obligation = 5 ans
  - Commission de gestion = 0,4%
  - Commission de garantie = 0,6%
  - Taux de dividende préférentiel = 5%
  - Proportion totale des dividendes payés = 60%
  - Proportion de remboursements anticipés = 75%
  - Proportion of de remboursements à échéance = 10%
  - Taux de défaut cumulatif = 5%
  - Proportion de conversions à échéance = 7%
  - Proportion de continuation (ni remboursement ni conversion) = 3%
  - Valeur nette de rachat du fonds à échéance = 15€

Source: 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 (légèrement modifié)

# Mécanisme

## Vers l'entreprise: action de préférence

Caractéristique « action »	Caractéristique « obligation »
<ul style="list-style-type: none"><li>• Inexigibilité du principal</li><li>• Distribution de dividende (affectation volontaire du bénéfice)</li><li>• Pas d'échéance contractuelle</li><li>• Coût du capital (= taux de dividende) élevé</li><li>• Vient après toutes la dette en termes de séniorité</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Valeur faciale fixe (principal)</li><li>• Taux de dividende préférentiel fixe (coupon)</li><li>• Habituellement caractère cumulatif: l'engagement de dividende préférentiel s'étale dans le temps</li><li>• Pas de droit de vote (sauf si restructuration)</li><li>• Vient avant l'action en termes de séniorité</li></ul>
	
<b>Réduction des conflits d'agence de la dette</b>	<b>Réduction des conflits d'agence des fonds propres</b>
Pas d'incitation des actionnaires ordinaires à exproprier les actionnaires préférentiels	Pas d'incitation des managers à gaspiller les nouvelles ressources mises à disposition

# Mécanisme

## Vers l'entreprise: **action de préférence** *cumulative, callable, convertible*

- ***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* (option!) racheter les actions de préférence
- Le prix de rachat = principal + somme des dividendes accumulés non encore payés

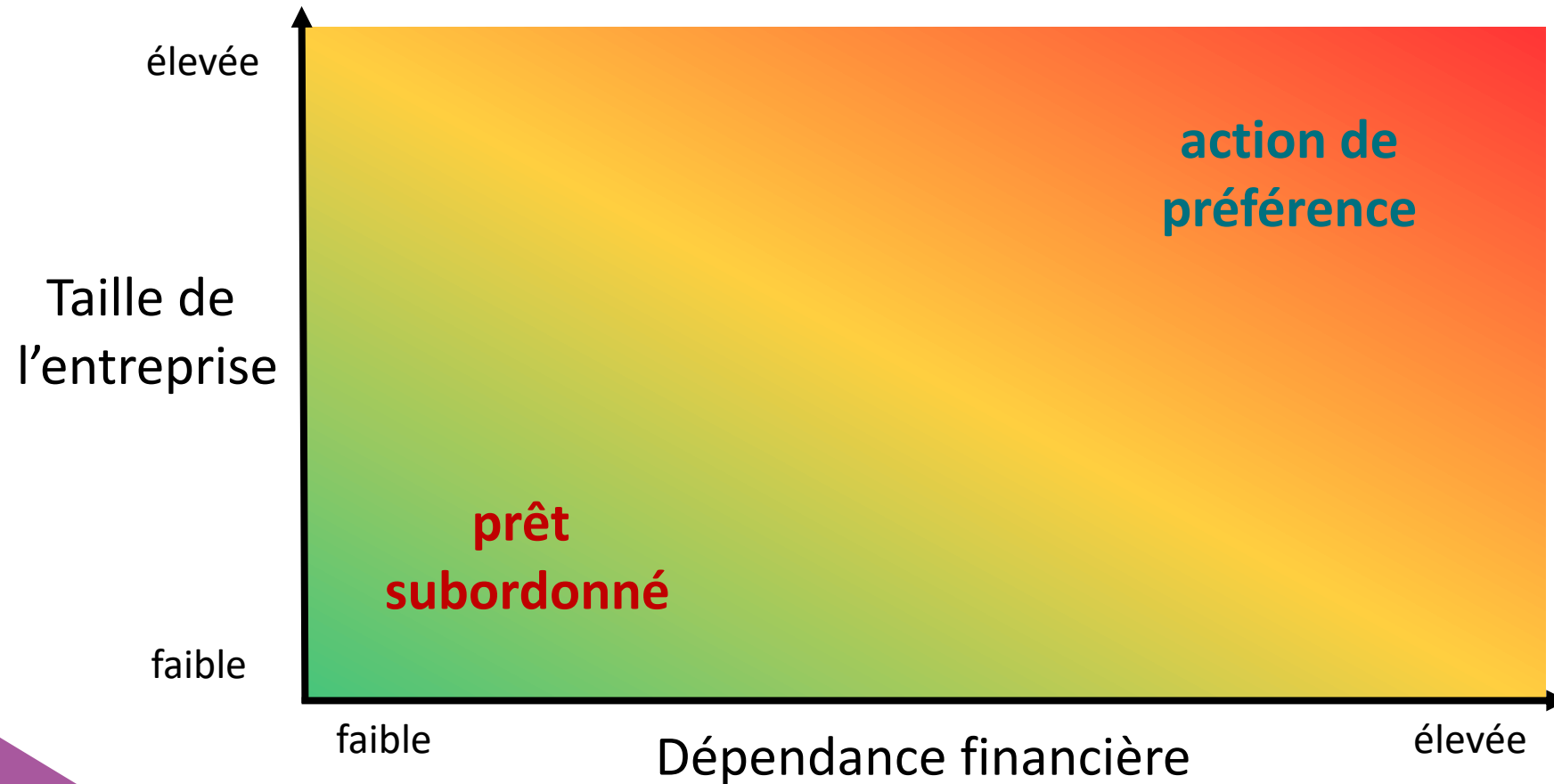
- ***convertible:***

- À chaque anniversaire à partir de l'échéance (période de protection), le fonds *peut* (option!) convertir les actions de préférence en actions ordinaires, au prix de conversion =  $(\text{valeur faciale} + \text{somme dividendes accumulés non encore payés}) / [\text{fonds propres au 31/12/2019} + (\#\text{titres} \times \text{valeur faciale})]$
- 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



# Mécanisme

Possibilité de choix **action de préférence** ou **prêt subordonné**



# Mécanisme

## Vers le particulier: **obligation *bullet* à coupon variable et capital garanti**

- ***bullet:***

- Les cash flows sont accumulés et mis en réserve jusqu'à l'échéance finale de l'obligation (qui coïncide avec celle du fonds)
- Le fonds prélève les montants des commissions (garantie de capital, liquidité, gestion, garantie de rachat par fonds secondaire) des cash flows bruts générés

- ***coupon variable:***

- 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

- ***capital garanti:***

- Une assurance de restitution du capital est prévue au bénéfice des obligataires, dont la prime est payée par prélèvement sur les cash flows du fonds (commission de garantie)
- 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

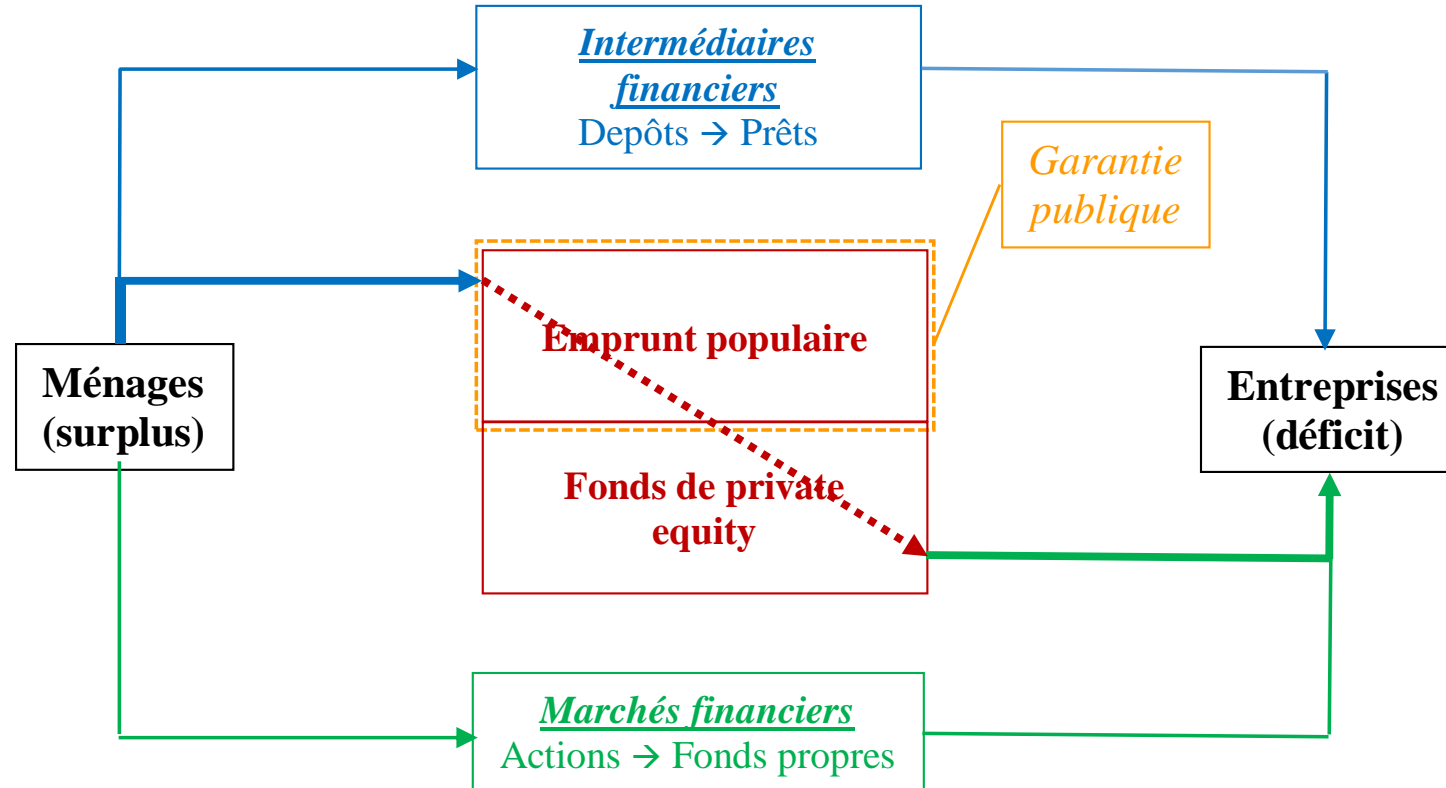
# Mécanisme

Vers le particulier: **obligation *bullet* à coupon variable et capital garanti**

- L'obligation peut être assortie de divers incitants:
  - Réduction d'impôt (effet retour obtenu sur l'augmentation de l'activité économique) sur base des revenus finaux générés par les obligations (= *effet similaire à une réduction du PM*) et/ou sur base des dividendes préférentiels versés par les entreprises (= *effet similaire à une réduction de l'ISoc*)
  - Réduction des droits de succession (afin de stimuler l'investissement par les personnes âgées désireuses de manifester leur solidarité intergénérationnelle)
- Ouverture aux investisseurs institutionnels:
  - Création de plusieurs séries d'obligations avec des traitements fiscaux différents
  - Incitant financier direct pour eux car rendement  $\geq 0$ , donc coût d'opportunité négatif
  - Participation des banques et assureurs probable vu l'intérêt du système pour eux

# Quelle alternative?

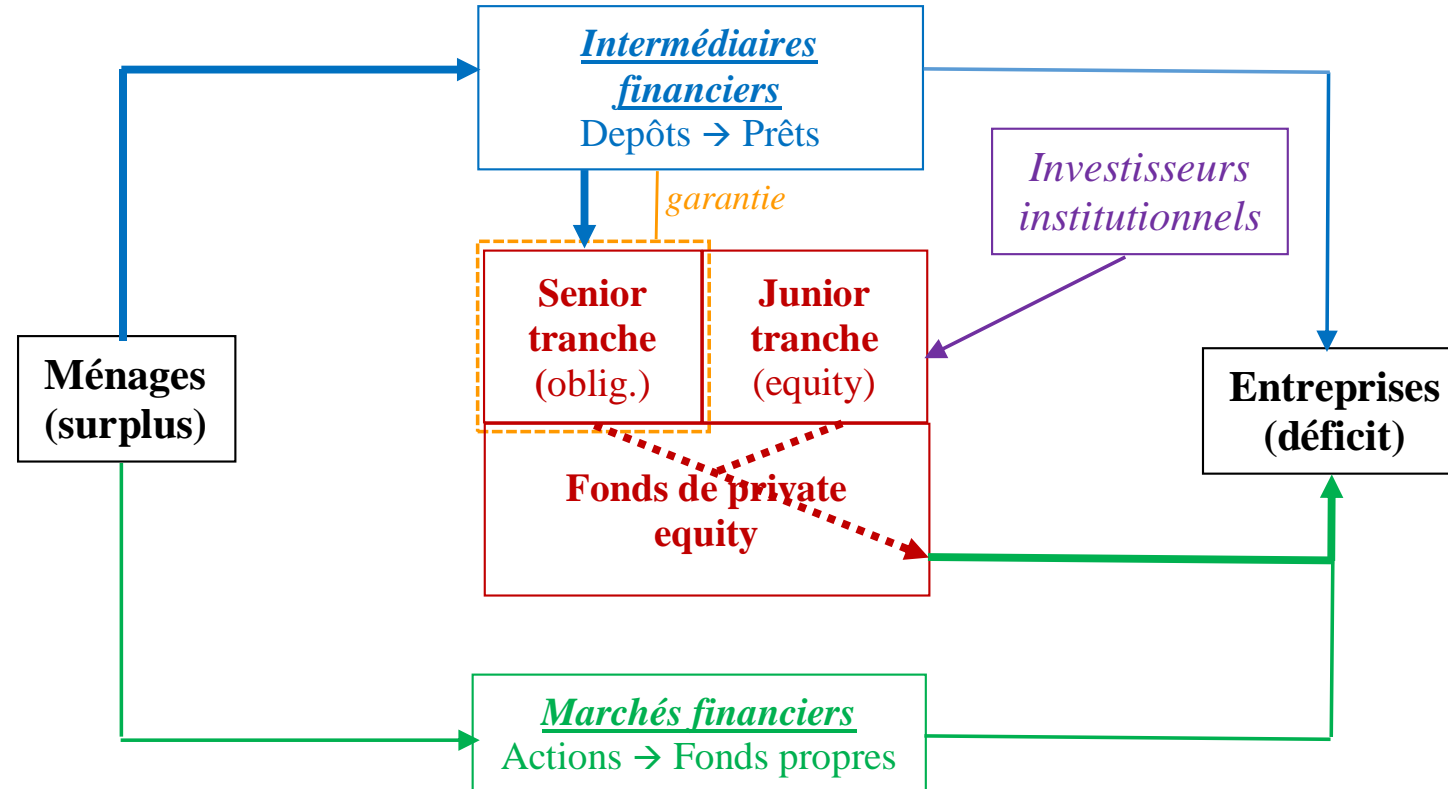
Le mécanisme fait supporter le risque de non-remboursement à l'Etat



Source: 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

# Quelle alternative?

## Solution alternative: un **Asset-Backed Security (ABS)**



Source: 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

# Merci pour votre attention

[g.hubner@uliege.be](mailto:g.hubner@uliege.be)

