

Comment soutenir financièrement les PME suisses ? Une solution durable visant à augmenter la résilience de l'économie

Jean-Pierre Danthine, Rüdiger Fahlenbrach, et Erwan Morellec
EPFL, Swiss Finance Institute, et E4S

La crise du COVID-19 a créé de nouveaux besoins de liquidité pour les entreprises du fait d'un ralentissement partiel ou d'un arrêt total de leurs activités. La Confédération a apporté une solution à ce problème via l'octroi de crédits relais. Bien que cette solution soit satisfaisante à court terme, elle induit une augmentation de l'endettement des entreprises. Ce nouvel endettement intervient dans un contexte difficile avec des revenus plus faibles ou plus incertains et fait suite à une période au cours de laquelle l'endettement des entreprises suisses avait déjà fortement augmenté. Bien que le financement par la dette soit souvent nécessaire et peut créer de la valeur, un endettement trop fort a de nombreux effets négatifs, comme l'augmentation du risque de faillite ou la baisse de l'investissement.

L'objet du présent texte est de proposer une voie différente de celle qui a été suivie et qui ne s'appuie pas sur un recours à l'endettement. Cette voie ne serait pas plus onéreuse pour la Confédération que la solution actuelle, n'entraînerait pas de risque supplémentaire pour l'économie suisse et ses institutions financières (contrairement aux crédits-relais remboursables), mais offrirait une véritable alternative aux petites et moyennes entreprises. Cette nouvelle voie permettrait par ailleurs de soutenir durablement les PME suisses en leur apportant de nouvelles sources de financement, renforçant ainsi la résilience de notre économie. Elle offrirait de plus de nouvelles opportunités de placement en francs pour les investisseurs suisses.

Création d'un nouveau titre financier et d'un fonds d'investissement

Le projet s'articule autour de deux idées principales. La première consiste à créer d'un nouveau titre financier adapté aux besoins des entreprises non cotées. Ce titre serait similaire aux actions privilégiées cumulatives non convertibles qui existent déjà pour les entreprises cotées. Les PME ayant reçu un prêt relais durant la crise du COVID se verraient offrir *l'option* de remplacer cette nouvelle dette par ces actions (ou parts) privilégiées. Ces actions privilégiées pourraient également financer d'autres PME, permettant un renforcement de leur situation financière sans accroissement de leur endettement. La seconde idée consiste en la mise sur pied d'un fonds d'investissement, géré par le secteur privé, auquel participeraient les investisseurs institutionnels suisses comme les fonds de pension, les assurances, les banques ainsi que la Confédération, et qui dédierait ses ressources au financement des PME via l'acquisition des actions privilégiées ainsi émises.

Actions privilégiées

Les actions privilégiées sont des titres financiers qui peuvent donner droit à un dividende différent de celui des actions ordinaires. Le paiement de ces dividendes est essentiellement équivalent au paiement des intérêts sur la dette. Il est basé sur une valeur nominale et un taux de dividende. Une différence majeure est que le paiement des dividendes privilégiés n'est pas obligatoire. Il peut être différé et constituer ainsi des arriérés de dividendes (on parle alors d'actions privilégiées cumulatives). De plus, il n'y a pas de maturité (ce sont des titres perpétuels) et donc pas de paiement important à effectuer à une date donnée (comme des amortissements). L'utilisation de ces titres par les entreprises éliminerait de facto le risque de faillite supplémentaire lié à l'acceptation des crédits-relais. Les actions privilégiées ne sont pas des actions ordinaires. Dans le cas des instruments à créer, il pourrait sembler préférable d'éviter une dilution des droits des associés (ou actionnaires) en précisant que les titres nouvellement créés ne donneraient pas de droit de vote à ses détenteurs. Il pourrait cependant être nécessaire d'introduire des clauses de protection pour éviter des comportements abusifs en cas d'absence d'autres mécanismes de contrôle. Enfin, cette solution permettrait à de nombreuses PME suisses d'accéder à un marché des capitaux plus large et leur offrirait une alternative à la dette lors du financement de nouveaux projets.

Le tableau ci-dessous résume les caractéristiques principales de ces nouveaux titres et de la dette :

Actions privilégiées non convertibles	Dette
Paiement de dividendes pouvant être différé. Arriérés de dividendes cumulatifs protégeant les investisseurs.	Paiement obligatoire des intérêts.
Pas de maturité et pas d'amortissement	Maturité fixe et amortissement
Limitation possible de distribution des bénéfices	Limitation possible de distribution des bénéfices
Pas d'effet sur le risque de faillite	Augmentation du risque de faillite
Pas d'effet négatif sur l'investissement	Diminution de l'investissement en capital physique et humain
Pas d'augmentation du risque pour les banques	Augmentation du risque pour les banques, lié à un accroissement du risque de faillites et des pertes sur les prêts existants

Le fonds d'investissement

Le deuxième élément clé de la solution envisagée est la création d'un fonds d'investissement dédié au financement des PME tout en évitant une augmentation de leur endettement. La dette des PME suisses a augmenté de 25% au cours de ces dernières années ; elle va encore augmenter à la suite de la crise du COVID. Cette évolution est préoccupante car elle entraîne une hausse du risque de faillite et un affaiblissement de la capacité à investir laquelle est défavorable à la croissance. Ce fonds serait pour l'essentiel constitué par les contributions des investisseurs institutionnels et des banques suisses. La Confédération interviendrait comme garant en devenant actionnaire ordinaire du fonds,

alors que les banques et investisseurs institutionnels investiraient essentiellement sous forme d'actions privilégiées et, de manière résiduelle, sous forme de dette.

Une fois les ressources levées, ce fonds offrirait aux PME l'option d'émettre des actions privilégiées auxquels il souscrirait. Ce fonds pourrait dans un premier temps se limiter au remplacement des crédits-relais COVID. Néanmoins il est envisageable qu'à terme ce fonds puisse s'adresser à l'ensemble des PME suisses leur offrant ainsi une alternative au financement par la dette et leur permettant d'améliorer de ce fait leurs ratios financiers. Une telle alternative n'est aujourd'hui disponible que dans le cadre d'opérations de private equity. Cette option offrirait deux autres avantages importants. D'une part, elle contribuerait à un désendettement de l'économie suisse. D'autre part, elle offrirait sur la durée une nouvelle forme d'investissement en francs suisses pour les investisseurs.

Concernant les crédits COVID, le fonds investirait dans les PME ayant reçu un crédit-relais en leur donnant l'option, après vérifications nécessaires (due diligence), de remplacer la dette souscrite par des actions privilégiées. Les entreprises faisant ce choix émettraient des actions privilégiées pour un montant équivalent au crédit-relais, ce qui leur permettrait de rembourser le crédit. La banque recevant le remboursement du crédit-relais pourrait investir le montant correspondant dans le fonds, devenant par là-même un actionnaire privilégié ou un créancier du fonds.

Les actions privilégiées émises par les entreprises ne seraient pas convertibles en actions ordinaires mais elles pourraient être rachetées par l'entreprise à leur valeur nominale. Dans le cas du remplacement des crédits COVID, le taux de dividende contractuel pourrait être croissant, donnant ainsi une incitation au rachat, en cas d'amélioration de la situation financière de l'entreprise. Dans le cas de non-paiement des dividendes privilégiés, ceux-ci s'accumuleraient et constitueraient des arriérés de dividendes. Le total des arriérés de dividendes devrait être payé avant toute distribution ordinaire de bénéfices. Enfin le traitement fiscal, i.e. la non-déductibilité des dividendes privilégiés du revenu imposable, fournirait une incitation supplémentaire au rachat.

Au-delà de l'épisode COVID, le fonds pourrait être pérennisé et devenir un véhicule d'investissement au service des PME suisses, leur offrant une véritable alternative au financement par la dette. Dans ce cas les spécificités des titres émis pourraient être adaptés afin de tenir compte des besoins différents en période plus normale : par exemple, l'option de différer les dividendes pourrait être rendue exceptionnelle tandis que le taux de dividende serait constant (et non croissant). La rémunération inclurait une prime de risque reflétant la situation intermédiaire de ces titres entre actions et dette mezzanine.

La structure de financement du fonds devrait elle-même avoir une forme spécifique. Nous pensons qu'elle devrait être composée d'actions ordinaires détenues par la Confédération, qui assumerait ici le risque principal et prendrait un rôle de leader, d'actions privilégiées détenues par les investisseurs, banques et institutionnels, et, éventuellement de dette, mais dans une moindre mesure et seulement dans le but de satisfaire les besoins spécifiques de certaines classes d'investisseurs. Un financement avec peu de dette permettrait de limiter le montant des actions ordinaires nécessaires et donc la participation de la Confédération. Dans cette proposition la Confédération n'aurait plus à cautionner les prêts ; en contrepartie elle devrait faire un investissement initial limité. On peut estimer ce dernier aux alentours de CHF 1,5 milliard, soit 10% des CHF 17 milliards de crédits-relais émis à ce jour, ceci sous l'hypothèse que l'ensemble de ces crédits soient transformés en actions privilégiées intégrées dans ce nouveau fonds.

Le financement du fonds par actions ordinaires et actions privilégiées ferait que ce dernier ne serait pas soumis au risque de faillite en cas de non-paiement par les entreprises bénéficiaires. Cela permettrait donc d'absorber les mauvaises années sans mettre en danger le fonds. Dans ce contexte, il nous semble idéal de limiter la dette au strict minimum à la fois à l'actif du fonds et dans le financement du fonds. Ajoutons que la Confédération aurait la possibilité de sortir à terme du fonds en vendant ses parts de manière privée ou par une introduction en bourse du fonds.

En fonction des préférences des investisseurs, on pourrait cependant imaginer une structure de financement différente pour le fonds, avec une part de dette plus importante. Cela impliquerait plus de risque (notamment de faillite pour le fonds) et donc un besoin en capital supérieur. On peut imaginer par exemple qu'avec 70% de dette il soit nécessaire d'avoir 30% de capital au passif (soit aux alentours de CHF 5 milliards toujours sous l'hypothèse d'un fonds d'environ 15 à 17 milliards). Enfin, il serait aussi sans doute nécessaire d'avoir plus de liquidités à l'actif afin de pouvoir absorber des chocs systémiques négatifs (comme dans le cas du COVID).

Le schéma ci-dessous résume le bilan du fonds avec la solution préférée pour le fonds (à gauche) et une alternative avec une structure financière plus risquée (à droite) :

Portefeuille diversifié d'actions privilégiées émises par les PME suisses	Dette (pas ou peu)
	Actions privilégiées détenues par les banques suisses et les investisseurs institutionnels

Actions ordinaires
(Confédération)

Solution Préférée

Cash	Dette
Portefeuille diversifié d'actions privilégiées émises par les PME suisses	

Actions ordinaires
(Confédération)

Solution Alternative

Une solution plus souple pour les PME et plus avantageuse pour les investisseurs suisses et la Confédération

Les avantages de la proposition esquissée ici peuvent être résumés comme suit :

Pour les PME : Accès à une nouvelle source de financement sous forme de capital. Pas d'augmentation du risque de faillite. Pas d'effet négatif sur l'investissement. Amélioration des ratios financiers. Meilleure protection contre les investisseurs étrangers, un des risques de la crise du COVID-19 étant le besoin accru de financement externe et la baisse des valorisations.

Pour les investisseurs : Accès à de nouvelles formes d'investissement en francs dans les entreprises suisses ayant un profil rendement-risque différent de la dette ou des actions cotées. Large diversification des risques à travers toutes les industries et les Cantons. Solution qui s'appuie sur l'expertise des banques (due diligence) et qui réduit ainsi les asymétries d'informations entre entreprises et investisseurs. Opportunité pour les investisseurs institutionnels d'investir des montants importants dans les PME suisses sans nécessité de due diligence extensive.

Pour la Confédération : Pas d'investissement à fonds perdu. Rémunération en relation avec le risque encouru. Catalyseur de la croissance future de l'économie Suisse. Pas de risque de détruire une partie du capital productif et ou de ralentir l'investissement du fait du poids de la dette. Au contraire, contribution à une réduction du taux d'endettement élevé du secteur productif suisse et à la stabilité du secteur financier. Protection des entreprises suisses contre des rachats étrangers sans faire preuve d'interventionnisme. Possibilité de sortie par introduction en bourse à terme.

Ajoutons enfin que les actions privilégiées existent en Suisse et qu'elles ont été utilisées dans le cadre de l'aide apportée par la Confédération à UBS. Cependant, les parts privilégiées envisagées (équivalentes pour les entreprises non cotées) n'existent pas encore. Il faudrait donc créer cet instrument de manière ad hoc, notamment en précisant qu'elles ne devraient pas donner droit de vote, un développement justifié dans le but d'apporter un soutien optimal à nos petites et moyennes entreprises.

La période que nous vivons est en tout point exceptionnelle et elle demande d'énormes facultés d'adaptation et d'innovation de la part de nos PME et de leurs propriétaires. La réaction du secteur public a jusqu'ici été exemplaire. En la complétant par une innovation financière réalisable, dans le cadre d'un partenariat public-privé inédit, la collectivité peut s'assurer que ces PME qui font au jour le jour la force de notre pays auront une chance de sortir renforcées de cette crise. L'enjeu justifie de se montrer innovant par-delà clichés et idéologies.

Sur les auteurs :

Jean-Pierre Danthine est professeur au Collège du Management à l'EPFL et directeur du centre E4S. Il a été vice-président de la Banque Nationale Suisse de 2012 à 2015 et professeur d'économie et de finance à HEC Lausanne.

Rüdiger Fahlenbrach est professeur de finance au Collège du Management à l'EPFL et au Swiss Finance Institute et membre de E4S et du European Corporate Governance Institute.

Erwan Morellec est professeur de finance au Collège du Management à l'EPFL et au Swiss Finance Institute et membre de E4S. Il a dirigé la recherche Suisse sur le risque de crédit et le financement des entreprises dans le cadre du NCCR FinRisk.

A propos d'Enterprise for Society (E4S)

Conscients de leur responsabilité face aux défis sans précédent auxquels la société est confrontée, l'Université de Lausanne, par l'intermédiaire de sa faculté des HEC (UNIL-HEC), l'Institute for Management Development (IMD) et l'Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne (EPFL) ont uni leurs forces au sein du Centre Enterprise for Society (E4S). E4S se veut être le laboratoire où ses institutions fondatrices explorent conjointement de nouvelles façons de remplir leur mission dans les domaines de l'économie et du management.

E4S a pour mission d'aider la société à surmonter ses défis et de mener la transition vers une économie plus résiliente, plus respectueuse de l'environnement et plus inclusive.

www.e4s.center
info@e4s.center

