

Le capital investissement méconnu par les décideurs du ratio McDonough

Les professionnels du capital investissement estiment que la pondération de ces opérations dans le projet de nouveau ratio de solvabilité est disproportionnée par rapport au risque qu'elles portent. Ils lancent des pistes de réflexion pour une meilleure prise en compte.

■ Le rôle des banques dans le financement du capital investissement en France et en Europe, les performances du capital investissement en France, tout comme son rôle dans la dynamisation de l'activité économique de nos pays, justifient que le capital investissement soit considéré et traité en fonction de ses spécificités dans les travaux de Bâle II dits « Ratio McDonough ».

Le secteur bancaire est la principale source de financement du capital investissement en France. Avec 2 201 millions d'euros en 2001, il a représenté 43 % des capitaux levés. Par rapport aux autres sources de financement, il n'a baissé que de 7 % en 2001, alors que l'ensemble des capitaux levés diminuait de 17 %. Bon an mal an, les banques financent de 40 à 60 % des fonds levés par des structures de capital investissement en France. En Europe, ce pourcentage est de l'ordre de 25 à 30 %. Ceci explique la vigilance de l'Association française des investisseurs en capital (AFIC) sur les décisions qu'envisage de prendre le Comité Bâle II.

Trois approches sont actuellement envisagées : une approche standard définissant des pondérations forfaitaires, une approche PD/LGD basée sur une probabilité de défaut et un taux de récupération en cas de défaut, et une méthode IRB fondée sur les modèles internes de risque de marché¹.

Pour une banque, investir ses fonds

(*) Pechel Industries est une société d'investissement dont la stratégie d'investissement est ciblée sur les entreprises de taille moyenne non cotées. Son tour de table est constitué d'actionnaires prestigieux aux compétences sectorielles fortes. Il réunit les groupes Worms & Cie (Groupe IFIL), LVMH, Groupe Industriel Marcel Dassault et un investisseur privé.

Hélène Ploix
Président-directeur général
Pechel Industries*
Président sortant de l'Association
française des investisseurs en
capital (AFIC)



propres dans le capital investissement est-il si risqué qu'il faille appliquer à ces investissements des pondérations de 400 % si l'on applique la méthode forfaitaire, ou un plancher de 300 % si l'on applique la méthode PD/LGD? Notre réponse fondée sur l'analyse statistique des performances du capital investissement français depuis quatre années est clairement non.

Une mutualisation du risque

Les analyses réalisées par le Cabinet Barbier Frinault et associés sont pleinement représentatives de l'activité et des performances de notre profession. Elles sont élaborées à partir de questionnaires remplis par 70 % des sociétés de gestion de fonds de capital investissement en France, représentant 80 % des encours. Elles portent malheureusement sur les quatre dernières années, dont l'année 2001 particulièrement sombre, alors que tout le monde sait que le capital investissement doit être jugé sur le long terme. La Commission des opérations de bourse (COB) insiste elle-même sur cette dimension temporelle longue. Or, malgré ces conditions défavorables, les conclusions sont significatives.

L'investissement des banques dans des fonds d'investissement de capital-risque (FCPR) ou des sociétés de capital-risque (SCR) bénéficie d'une mutualisation du risque à deux degrés : ces véhicules mutualisent le risque puisqu'ils détiennent chacun, en général, plusieurs dizaines de participations et parce que les banques investissent généralement dans plusieurs FCPR ou SCR, successivement.

Il est intéressant ici de faire l'analogie avec le traitement des crédits *revolving* (cartes de crédit pour les particuliers...) qui se caractérisent par le fait que la marge d'intérêt élevée couvre la perte moyenne, et par une forte diversification des risques. Ces éléments conduisent, dans le projet de réforme du ratio de solvabilité, à une pondération très faible pour cette activité. Dans le cas du capital investissement, la mutualisation permet que les performances exceptionnelles de certains investissements compensent les pertes subies sur d'autres.

Le capital investissement recouvre des investissements dans des entreprises à différents stades de leur développement. Environ 15 à 20 % des montants investis vont à des entreprises en création ou très jeunes. Il s'agit de capital-risque. Le reste des montants investis se partage plus ou moins à égalité, selon les années, entre capital développement (investissement dans des entreprises moyennes), et capital transmission ou *leveraged buy outs* (LBOs). Le risque est sensiblement différent pour le capital-risque que pour le capital développement et le capital transmission. Ce risque est mesurable, aujourd'hui, par la probabilité d'obtenir des taux de rendement interne (TRI) négatifs ou nuls. Dans le cas du capital développement et du capital transmission, la probabilité de ce risque est de moins de 3 % à fin 2001, alors que dans le capital risque, elle est de l'ordre de 45 à 50 %². Mais, en particulier dans le capital risque, les gains peuvent être extraordinairement élevés sur quelques participations. Il est d'ailleurs peu d'exemples de fonds dé-

diés à cette activité qui aient sur leur durée de vie enregistré des performances négatives ou nulles.

Les propositions actuelles tirées des documents de travail³ sont fondées sur des statistiques qui semblent principalement émaner des États-Unis⁴. Dans ces études, la probabilité d'apparition de TRI négatifs ou nuls est proche de 25 %, tous types d'investissements confondus. Il est donc proposé, sans qu'il soit fait de distinction entre les différents types de capital investissement, des coefficients de pondération anormalement pénalisants pour le capital investissement français compte tenu de ses performances.

Dans le cas où l'on applique la méthode PD/LGD, le plancher est fixé à 300 %, alors que les analyses des TRI passés du capital investissement en France montrent que, pour ce qui est capital développement et capital transmission, la pondération adéquate pourrait être comprise entre 80 % (LGD = 20) et 200 % (LGD = 50). En outre, il est demandé d'appliquer un facteur de 1,5 à la pondération pour pénaliser les banques n'ayant pas de relation bancaire avec la société concernée et qui ne seraient donc pas à même d'évaluer correctement le risque de celle-ci. Or, les investisseurs en capital investissement sont très proches des sociétés dans lesquelles ils investissent, ils participent aux conseils d'administration et tiennent des réunions stratégiques et de gestion détaillées, en général mensuelles.

Enfin, dans le cas où la méthode forfaitaire est retenue, il est demandé de pondérer à 400 % l'ensemble des titres non cotés (300 % pour les titres cotés). Cette pondération pénalise de la même façon le capital développement et le capital transmission. Pour les raisons développées précédemment, elle pourrait être comprise entre 80 et 200 %.

Quatre propositions

La plupart des banques interrogées sur leur méthode de traitement du capital investissement dans le cadre actuel du ratio Cooke ont répondu qu'elles renaient une pondération de 100 % sans aucune majoration, ce qui revient à mobiliser 8 % de fonds propres. Ainsi, on mesure l'impact que pourrait avoir une obligation de pondération à 400 %, ou même un plancher de 300 %, et le risque que les banques réduisent leurs

investissements dans le capital investissement. Plusieurs pistes doivent absolument être poursuivies pour que les décisions du Comité de Bâle soient plus en phase avec la réalité des risques qu'elles ne le sont actuellement. Parmi elles :

- différencier la pondération appliquée au capital risque de celle appliquée au capital développement et au capital transmission, à l'intérieur de coefficients de pondération qui tiennent compte de l'expérience des risques ;
- en ce qui concerne le capital risque, approfondir la connaissance des marges dégagées. Les pertes initiales ne sont-elles pas largement couvertes par les plus-values ultérieures? La jeunesse de ce métier en France ne nous permet pas de répondre de façon statistique à cette question, les quatre années concernées sont insuffisantes pour des fonds qui ont des durées de vie de dix ans, et le nombre de fonds de capital risque est limité ;
- laisser aux banques la décision d'appliquer ou non le taux de majoration de 1,5 compte tenu de la connaissance intime qu'ont les gestionnaires de fonds de leurs participations ;
- engager une réflexion plus spécifique associant toutes les parties concernées par le capital investissement. Les réunions de préparation de ces préconisations n'ont pas inclus jusqu'à présent des représentants du métier.

Un pourvoyeur de fonds essentiel

Par ailleurs, il est bien reconnu que le capital investissement est le seul pourvoyeur de fonds propres significatifs aux entreprises non cotées ou pour les créations d'entreprises, surtout dans les secteurs de « haute technologie ». Dans des périodes aussi difficiles pour les marchés boursiers que celles des années 2001-2002, les placements privés apportés par le capital investissement, les sorties de bourse ou encore les LBOs sont des solutions indispensables pour les jeunes sociétés cotées et les filiales de grands groupes qui cherchent des liquidités. Les banques, en tant que prêteurs, bénéficieraient alors de clients dont la structure de fonds propres est plus solide car renforcée par des augmentations de capital ; elles bénéficient de remboursements de dettes de sociétés, qui se sont ainsi allégées en vendant des filiales ou des départements ; elles acquièrent de nouveaux

Le capital investissement en chiffres

En 2001, le capital investissement français a investi dans 1 546 entreprises, dont 637 pour la première fois. Dans l'année exceptionnelle que fut 2000, ces chiffres étaient 2 613 entreprises dont 1 502 pour la première fois. Il privilégie les PME/PMI françaises puisqu'en 2001, les entreprises de moins de 200 salariés ont reçu 50 % des montants investis (55 % en 2000). Ces entreprises concentrent 86 % des opérations. Environ 13 % des montants investis et 32 % des opérations sont réalisés dans des entreprises de moins de 20 salariés.

clients (holdings de LBOs), dont la dette est très rémunératrice et relativement peu risquée car la société est encadrée par de fortes contraintes (*covenants*) ; enfin, elles profitent d'un management de qualité et d'un suivi par les investisseurs qui réduisent très sensiblement le risque.

Un métier jeune

Le métier de capital investissement est un métier encore jeune. Il se développe en France depuis le milieu des années 1980 mais il est devenu très professionnel. Les fonds levés sont passés de 656 millions d'euros en 1997 à 5,1 milliards en 2001. Les investissements ont progressé de 1,2 milliard d'euros en 1997 à 3,3 milliards en 2001, après un pic de 5,3 milliards d'euros en 2000. Cette rapide croissance ne peut que continuer car cette activité est encore trois fois moindre en France par rapport au PIB, qu'elle ne l'est aux États-Unis. Il est donc d'autant plus important de la traiter convenablement dans les travaux de préparation du nouveau ratio de solvabilité. ●

1 Il nous semble que la méthode du modèle interne n'est pas applicable du fait que les participations des capital investisseurs se font dans des sociétés non cotées.

2 A fin 2001, les fonds de capital-risque ne sont pas suffisamment matures pour avoir eu le temps d'engranger leurs plus-values.

3 QIS 3 Technical Guidance et Working Paper on Risk Sensitive Approaches for Equity Exposures in the Banking Book for IRB Banks.

4 Les banques sont de faibles pourvoyeurs de fonds du capital investissement aux États-Unis. Elles sont donc peu concernées par ces travaux. Les fonds de pension y sont par contre des investisseurs majeurs.