

Le capital investissement régional

ETUDE | 2004



Sommaire

2 Édito

4 Chiffres clés 2003

5 Faits marquants 2003

6 Introduction - Méthodologie

8 Le marché du capital investissement régional en 2003

13 Analyse des investissements en 2003

22 Analyse des cessions et de la sinistralité en 2003

28 Analyse de la gestion des ORCI au 31 décembre 2003

33 Analyse de la rentabilité des organismes régionaux

40 Les PME soutenues par le capital investissement régional

46 Annexe - Repères



Édito

Après une année 2002 marquée par une économie atone, 2003 a confirmé un début de reprise. Signe encourageant, les organismes régionaux financés par CDC PME ont de nouveau accru leurs investissements après deux années de baisse pour retrouver un niveau très significatif, proche du plus haut constaté en 2000.

Fort de 70 organismes couvrant l'ensemble du territoire et de 1 426 M€ de fonds gérés, les acteurs du capital investissement régional constituent un segment à part entière du marché national qui a démontré sa légitimité économique en finançant aujourd'hui près de 2 000 PME à fort potentiel de croissance, réparties dans toutes les régions françaises et intervenant sur les différents secteurs économiques (industries, services, technologies).

Les pouvoirs publics ont consacré l'intérêt de ce marché par deux initiatives marquantes.

La première est la création des Fonds d'investissement de proximité (FIP) qui vont permettre aux personnes physiques d'investir dans des PME non cotées de leur région, en bénéficiant d'avantages fiscaux. Les réseaux bancaires ont marqué un intérêt significatif pour ce produit (en particulier les Caisses d'Épargne et les Banques Populaires) en levant une vingtaine de millions d'euros à ce jour couvrant une douzaine de régions administratives.

Cette initiative est une première étape permettant aux PME d'accéder à l'abondante ressource que constitue l'épargne des personnes physiques.

Les organismes régionaux bénéficient d'atouts essentiels pour gérer les FIP :

- ils connaissent de longue date le marché du capital investissement et sont les mieux placés pour identifier les PME à potentiel de leurs régions,
- ils travaillent avec les banques locales, avec lesquelles ils œuvrent en synergie,
- ils sont solidement implantés auprès de l'ensemble des acteurs économiques locaux et en particulier les Conseils régionaux qui les financent,
- ils bénéficient d'équipes professionnelles et reconnues.

Ce marché profitera aux équipes qui ont su s'adapter et moderniser leurs outils de gestion en adoptant le statut de société de gestion de fonds communs de placement à risques. Il bénéficiera aux équipes qui gèrent des fonds de taille suffisamment importante pour sécuriser leurs placements et qui sont en mesure d'offrir une rentabilité satisfaisante.

La seconde initiative prise par l'Etat a été la signature d'une convention quinquennale avec le groupe Caisse des dépôts qui formalise et pérennise la mission de CDC PME dans le financement du marché du capital investissement.

La Caisse des dépôts voit ainsi reconnu et officialisé le rôle déterminant que joue CDC PME depuis maintenant 10 ans dans le développement et la structuration des segments du marché du capital investissement pour lesquels l'initiative privée est encore insuffisamment développée au regard des besoins et des potentialités.

Cette action, unique en Europe sous cette forme, se traduit par une implication financière très significative dans le capital investissement régional avec 251 M€ d'engagements sur ce seul marché. Elle se traduit également par une action au quotidien de nos équipes qui œuvrent auprès des professionnels et au sein même des conseils d'administration des organismes régionaux, avec leurs partenaires publics et privés, pour favoriser le développement de ces outils et leur nécessaire adaptation aux évolutions du marché, car beaucoup reste à faire, trop d'équipes gérant encore trop peu de capitaux.

Le Fonds pour le capital investissement régional – le FCIR – que nous avons lancé fin 2002 avec le Fonds européen d'investissements (le FEI) et le groupe bancaire privé Sanpaolo IMI, est destiné à aider à la structuration de ce marché en favorisant des fonds de taille plus significative susceptibles d'attirer les investisseurs institutionnels. Le FCIR a engagé à ce jour 32,5 M€ sur 4 fonds, dont 2 sont déjà actifs (Ouest Ventures et Ico's1), et poursuivra sa politique d'investissement sur 2004. Parmi ces 4 fonds, 3 ont prévu de co-investir avec des FIP.

CDC PME va poursuivre son action avec l'appui des investisseurs privés et des collectivités territoriales pour permettre à ce marché de se développer et de se moderniser au service de la croissance économique et du développement des territoires.

Albert Ollivier
Président



Chiffres clés 2003

Investissements de CDC PME dans les organismes régionaux de capital investissement

- **52** sociétés régionales de capital investissement
- **18** FCPR régionaux
- **251** millions d'euros d'engagements cumulés dans ces organismes régionaux à fin 2003
- **19,4 %** : taux de participation moyen dans ces organismes

Portefeuille des organismes régionaux de capital investissement

- **1 426 M€** de fonds gérés (+ 9,6 % à périmètre constant)
dont **49,6 %** investis dans des FCPR
- **140,7 M€** des fonds levés (+ 22,9 %)
dont **75 %** par les FCPR
- **2 392** lignes en portefeuille soit **1 989** entreprises en portefeuille
- **286** collaborateurs

Activité 2003 des organismes régionaux de capital investissement

- **182,6 M€** investis dans des PME et PMI, en hausse de **16,5 %** (+ 6,3 % à périmètre constant) à travers **727** opérations (+ 21,2 %)
- Un ticket moyen par entreprise en hausse de **25,3 %** (à 421,8 K€)
- **433** entreprises ont bénéficié de ces financements
dont **180** en création
- Capital transmission : **+ 70 %** (en montants investis)
- Capital développement : **+ 8,3 %** (en montants investis)
- **69,4 %** des entreprises financées ont moins de **50** salariés
- **12,48 %** : TRI brut des cessions totales
- **2,4** : multiple de cession
- **6,64 %** (contre 5,96 %) : taux de rentabilité moyen des fonds propres des SCR



Faits marquants 2003

- **L'investissement régional a progressé en 2003 (+ 16,5 %)**, dans un contexte économique toujours défavorable. La contribution des ORCI s'élève à 182,6 millions d'euros à travers 433 PME régionales.

- **L'intérêt accru pour le capital transmission** suit la tendance nationale. Il représente désormais le premier secteur financé en montant. Les organismes de grande taille sont moteur dans cette progression. D'ailleurs l'offre du capital investissement tend vers une spécialisation des fonds en fonction de leur taille, les petits se concentrant sur la création et les organismes intermédiaires sur le développement.

- **Niveau historiquement élevé des cessions.** Les ORCI ont réalisé 377 cessions pour un montant de 205,6 millions d'euros (+ 43,5 %). Les cessions sous forme de LBO sont devenues majoritaires au détriment des cessions industrielles.

- **Poursuite de la hausse des levées de fonds (+ 23 %).** CDC PME conforte sa place de premier contributeur des ORCI et est un levier très important pour les levées de fonds sur le marché du capital investissement régional. L'action de CDC PME en faveur de la structuration des équipes de gestion permet aux montants investis sous forme de FCPR d'atteindre ceux alloués aux sociétés de capital risque (SCR).

- **La rentabilité moyenne sur fonds propres des SCR atteint 6,64 %.** Avec la hausse des résultats de gestion et la stabilité des taux d'intérêt, le secteur du capital investissement régional offre une rentabilité supérieure à l'actif sans risque de référence (OAT 10 ans). Dans le même temps les premiers FCPR commencent à dégager une rentabilité positive.

- **Le portefeuille brut géré franchit le seuil d'un milliard d'euros.** Les équipes se sont ainsi dotées de nouveaux systèmes d'information consacrés à la fois au suivi quotidien et à la mise en place de reporting. Les 70 organismes détiennent au 31 décembre 2003 des participations dans 1 989 sociétés.



Introduction Méthodologie

Cette étude est le résultat d'une enquête menée auprès des organismes de capital investissement dont CDC PME est actionnaire et qui financent des PME régionales.

Elle s'appuie essentiellement sur le reporting trimestriel informatisé mis en place par CDC PME au premier semestre 2004 auprès de 70 de ses participations. Un complément d'enquête a été mené en février et mars 2004. L'ensemble de ces informations est géré par le nouveau système d'informations de CDC PME.

Afin d'améliorer la pertinence de l'étude, les organismes nationaux finançant des PME régionales ont été intégrés. Ainsi, les fonds gérés par Alliance Entreprendre et Avenir Entreprises Gestion font désormais partie de l'étude. À l'inverse, les fonds nationaux à vocation technologique ont été sortis (Siparex Ventures, Sudinnova SA et Sudinnova II) et sont maintenant intégrés à l'étude consacrée au capital risque publiée par CDC PME. L'analyse détaillée, au cas par cas, les éventuelles incidences du changement de périmètre sur les ratios étudiés.

Les organismes se répartissent en deux catégories : 51 sont des sociétés de capital risque (SCR), 19 sont des fonds communs de placement à risques (FCPR).

Une étude représentative du marché
du capital investissement régional en France

L'enquête se présente en quatre parties :

- **la première partie** dresse un panorama général de l'évolution du marché des organismes de capital investissement régional (ORCI) : levées de fonds, capitaux gérés, actionnariat.
- **la deuxième partie** présente l'analyse détaillée de l'activité des ORCI sur l'année civile 2003 : investissements, cessions et sinistres.
- **la troisième partie** met l'accent sur la gestion et la rentabilité des organismes à travers l'analyse des portefeuilles, des résultats, des effectifs...
- **la dernière partie** s'intéresse aux entreprises présentes au 31 décembre 2003 dans le portefeuille des organismes. Elle offre un tableau de la situation des PME les plus dynamiques, aussi bien d'un point de vue financier que géographique ou sectoriel.

Les résultats de cette enquête, sans prétendre à l'exhaustivité, peuvent être considérés comme représentatifs du marché du capital investissement de proximité en France, compte tenu du nombre d'organismes impliqués et du poids qu'ils représentent sur ce segment.

L'équipe régionale de FP Gestion (filiale à 100 % de CDC PME, chargée notamment de la gestion du portefeuille régional) tient à remercier tout particulièrement les collaborateurs des organismes qui ont participé à l'élaboration de cette étude, via le reporting.



Le marché du capital investissement régional en 2003

Confirmation du rebond observé en 2002

Pour la deuxième année consécutive, le montant des fonds levés par les organismes régionaux de capital investissement (ORCI) augmente. Il progresse de 23 % pour atteindre 140,7 millions d'euros. Les levées de fonds retrouvent ainsi leur niveau de 1998.

La création de cinq nouveaux organismes (contre trois en 2002), dans lesquels CDC PME a investi 32 millions d'euros, est à l'origine de plus de 80 % de ces montants.

Trois fonds ont été financés en direct (Finadvance Capital III a levé 23 millions d'euros¹, Ile-de-France Capital Investissement 12 millions et Développement & Partenariat PME 15 millions) et deux via le FCIR² (ICSO'1 pour 43 millions d'euros et Ouest Ventures pour 20 millions).

Évolution des levées de fonds des ORCI et des membres de l'AFIC en France depuis 1998 (en millions d'euros)



1. Montants au 31 décembre 2003

2. Fonds pour le capital investissement régional, FCPR sponsorisé par CDC PME et souscrit par le FEI et Sanpaolo IMI

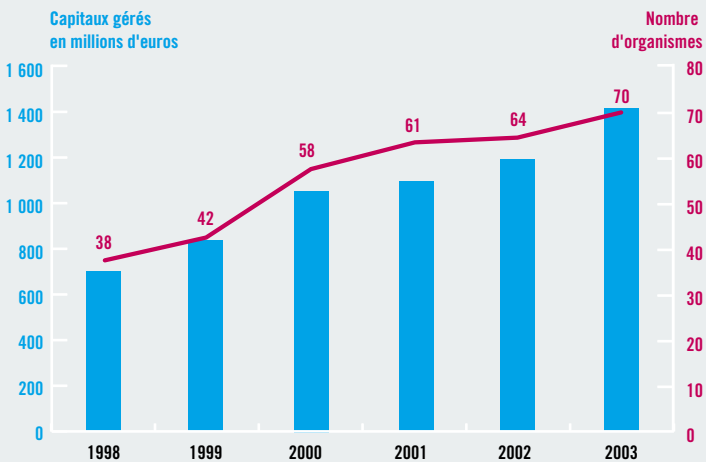
Le marché ciblé concerne principalement le financement des PME régionales industrielles et de services. Toutefois, CDC PME a participé à la création d'un fonds dédié au financement de sociétés régionales technologiques.

Le montant des fonds gérés a doublé en cinq ans

Au 31 décembre 2003, les 70 organismes étudiés géraient un montant total de 1 426 millions d'euros, en hausse de 19,6 % par rapport à 2002 et de 10,2 % à périmètre constant³.

En cinq ans, le marché a doublé de volume, aussi bien en nombre d'intervenants qu'en montants.

Évolution des capitaux gérés et du nombre d'organismes depuis 1998



Pour la première fois, le montant cumulé des capitaux investis sous forme de FCPR a presque atteint celui investi sous forme de SCR (641 millions d'euros contre 652). L'évolution est remarquable : en 1997, les FCPR ne représentaient que 2 % des montants investis.

3. Le périmètre de l'étude a été légèrement modifié par rapport à 2002, voir le chapitre Introduction-Méthodologie

Par ailleurs, 11 des 12 organismes les plus importants sont gérés par des équipes structurées sous forme de société de gestion. Inversement, 94 % des organismes de moins de 10 millions d'euros sont des SCR.

Les caractéristiques de liquidité, de rentabilité, de transparence et de qualité des équipes expliquent l'intérêt croissant des investisseurs vis-à-vis des sociétés de gestion et des FCPR.

Les principaux souscripteurs

- **CDC PME** renforce sa place de premier contributeur au développement du capital investissement régional en France avec 251 millions d'euros d'investissements réalisés⁴. Sa part représente aujourd'hui près d'un cinquième de l'ensemble des fonds alloués à ce segment de marché. Pour mémoire, le montant des engagements de CDC PME en faveur des organismes régionaux était de 87 millions d'euros en 1998.

En 2003, l'intervention de CDC PME dans le capital des ORCI s'est élevée à 38,7 millions d'euros, à travers 15 opérations : 5 créations d'organismes (32 millions d'euros) et 10 opérations de renforcement de fonds d'organismes déjà en portefeuille (6,7 millions d'euros).

- **Les établissements bancaires** (Caisses d'Épargne et groupes mutualistes essentiellement) contribuent toujours au financement d'un tiers du marché, soit 438,5 millions d'euros d'investissement. Les Caisses d'Épargne demeurent les premiers contributeurs privés des organismes régionaux, avec 211,5 millions d'euros investis. Toutefois, la forte progression de ces dernières est à imputer essentiellement au changement de périmètre.

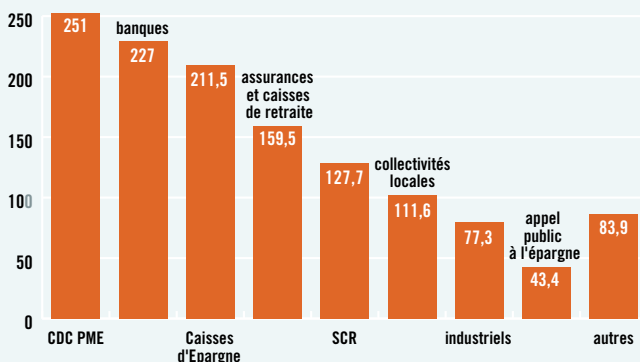
À l'inverse, la part relative des autres établissements bancaires, qui s'élève à 227 millions d'euros, a reculé (de 20,1 % à 17,6 %) suite au changement de périmètre. Mais ce phénomène s'observe aussi en valeur absolue : seulement 5 millions d'euros ont été apportés en 2003 contre 13,6 millions d'euros en 2001 et autant en 2002. La perspective de la mise en place des nouveaux ratios de solvabilité (dont le ratio Mc Donough), très pénalisants pour le capital investissement, a peut-être déjà eu un impact négatif.

- **Les sociétés d'assurances et les caisses de retraite** ont vu leur contribution décroître à 159,5 millions d'euros en raison de la modification du périmètre de l'étude. Elles consacrent 80 % de leurs investissements dans des FCPR et 88 % dans des organismes gérant plus de 35 millions d'euros. Ces investisseurs sont à la recherche de structures susceptibles de leur offrir liquidité, transparence (*via* l'établissement de reportings) et rentabilité. Ils privilégient en conséquence les organismes de grande taille.

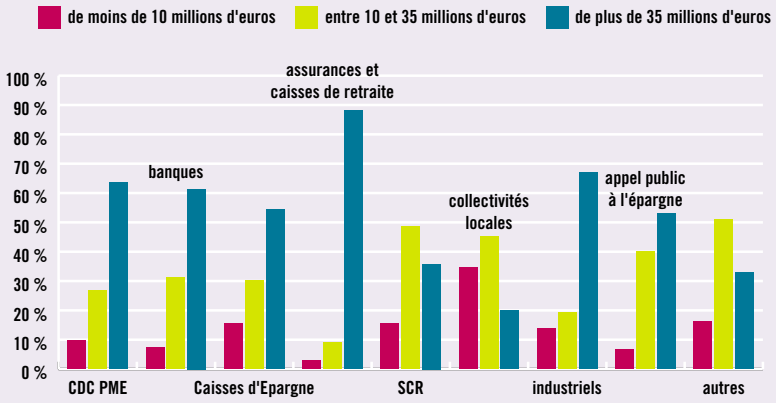
4. Ce montant intègre désormais les fonds nationaux qui financent des PME régionales

- La part des **collectivités locales** demeure stable autour de 8,6 %. La ventilation de leurs investissements est cohérente avec leur vocation de proximité : elles contribuent à un quart du financement des petits organismes, et seulement à 3 % de celui des fonds de plus de 35 millions d'euros.
- La part des **industriels** décroît fortement (77,3 millions d'euros investis dans le capital investissement régional au 31 décembre 2003).
- **L'appel public à l'épargne**, comprenant les personnes physiques, finance 3,4 % du capital investissement régional contre 3,2 % en 2002.
- **La part des autres souscripteurs** (sociétés de capital risque, organismes consulaires, investisseurs institutionnels internationaux dont le Fonds européen d'investissement) demeure stable. Il faut toutefois rappeler que ce dernier et le groupe Sanpaolo IMI ont investi respectivement 20 et 10 millions d'euros dans le FCIR et contribuent ainsi au développement du marché du capital investissement régional.

Actionnariat des sociétés régionales de capital investissement (en millions d'euros)



Répartition des montants investis par taille d'ORCI



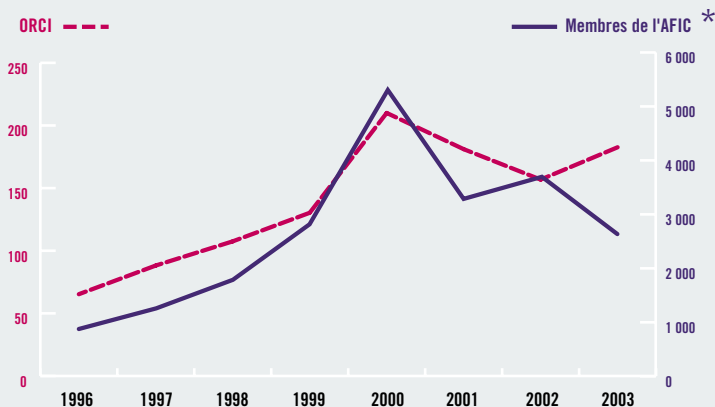
Analyse des investissements en 2003

L'investissement régional repart à la hausse

Après deux années de baisse, l'investissement des organismes régionaux de capital investissement repart à la hausse avec une croissance globale de 16,5 %. Sa croissance s'établit à 6,3 % à périmètre constant dans un marché national en fort recul (- 28,7 %). Les montants investis ont atteint 182,6 millions d'euros, contre 156,8 en 2002, repassant ainsi au-dessus du niveau observé en 2001. Cette hausse se vérifie pour chaque trimestre de 2003 dont les investissements ont été constamment supérieurs à ceux de 2002.

La hausse est essentiellement liée à l'augmentation du montant moyen investi par entreprise. Celui-ci a progressé de 25,3 %, passant de 336 500 euros en 2002 à 421 800 euros. Dans le même temps, le nombre de PME financées a diminué de 7,1 % (433 contre 466 en 2002).

Évolution des investissements annuels des ORCI et des membres de l'AFIC en France depuis 1996 (en millions d'euros)



* Chiffres AFIC 2002 et 2003 excluant les opérations de plus de 100 millions d'euros

Évolution trimestrielle du nombre d'investissements entre 2001 et 2003



Le capital transmission constitue désormais le premier segment financé

La hausse globale des investissements des ORCI a été principalement soutenue par la très forte croissance du capital transmission. Il constitue désormais le premier segment financé, en montant, par les organismes régionaux avec 47,8 % des investissements, soit 87,3 millions d'euros, en augmentation de 70 %. 103 entreprises en ont bénéficié en 2003 contre 65 en 2002.

Le capital transmission est un outil particulièrement bien adapté à la transmission des entreprises, segment appelé à se développer étant donnée la pyramide des âges des dirigeants d'entreprise. D'autant qu'en apportant les moyens financiers nécessaires à l'opération de changement de direction, il conforte les fonds propres de l'entreprise et permet d'asseoir son développement.

Les capitaux consacrés au financement des transmissions d'entreprise et aux opérations de LBO, nécessitant des moyens financiers significatifs, sont assurés principalement par les ORCI de grande taille. Les sept plus importantes opérations réalisées en 2003 ont mobilisé 25 millions d'euros, soit 28 % des investissements sur ce segment.

Les investissements en capital développement ont augmenté de 8,3 % à 72,1 millions d'euros, suite à une forte augmentation du ticket moyen d'investissement.

Le capital création reste, en nombre d'opérations, le premier segment financé par les ORCI, soit 180 entreprises représentant 41,6 % des projets financés. Toutefois, le ticket moyen a fortement diminué passant de 179 300 euros en 2002 à 129 200 euros en 2003. Au final, le montant global des investissements baisse de 40 % (31 % à périmètre constant) à 23,3 millions d'euros, suivant l'évolution générale du marché national (- 32 %, source AFIC).

Évolution des montants et du nombre de sociétés financées par stade de développement depuis 1995

En montant (M€)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
capital création	5,8	7	8,5	12,5	22,7	61,8	64,6	38,9	23,3
capital développement	37,8	44,4	54,9	70	79,1	90,4	80,9	66,6	72,1
capital transmission	12,7	13,9	24,8	25	28,5	57,8	35,6	51,3	87,3
TOTAL	56,3	65,3	88,2	107,5	130,3	210	181,1	156,8	182,6

En nombre	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
capital création	75	81	110	128	159	233	271	217	180
capital développement	155	223	244	235	224	248	163	184	150
capital transmission	55	78	55	37	44	97	77	65	103
TOTAL	285	382	409	400	427	578	511	466	433

Évolution des montants moyens investis par entreprise et par stade de développement depuis 1998

Investissement moyen par entreprise (milliers d'€)	1998	1999	2000	2001	2002	2003
capital création	97,7	142,8	265,2	238,4	179,3	129,2
capital développement	297,9	353,1	364,5	496,3	362	480,7
capital transmission	675,7	647,7	595,9	462,3	789,2	847,3
TOTAL	268,8	305,2	363,3	354,4	336,5	421,8

Des stratégies d'investissement très marquées

Les stratégies d'investissement deviennent de plus en plus marquées entre les ORCI qui ont la taille critique (plus de 35 millions d'euros) et ceux qui ne l'ont pas. Les premiers suivent les évolutions du marché en accroissant le montant moyen de leurs investissements et en finançant davantage de transmissions. À l'inverse, les petits organismes, qui financent principalement de petites créations, ont tendance à réduire leur ticket moyen.

Les organismes de grande taille ont tiré le marché à la hausse. Après deux années en retrait, leurs investissements se sont accrus de 35,3 % en 2003 pour atteindre 124,6 millions d'euros et dépasser le niveau record de 2000. Cette reprise va de pair avec leur recentrage sur leur cœur de métier, à savoir le financement du développement et de la transmission des entreprises (97,1 % de leur activité l'an dernier).

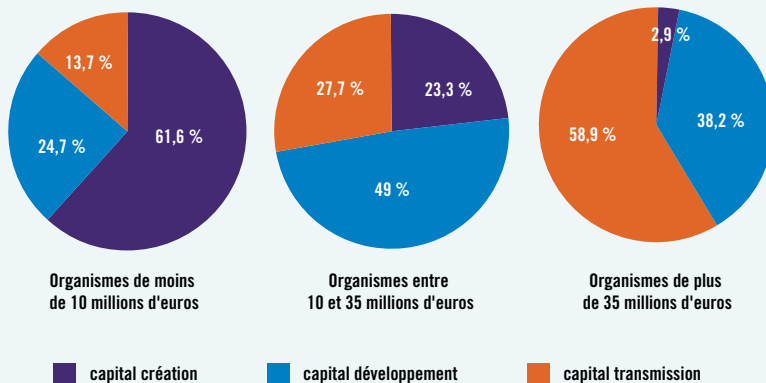
Le montant global des investissements des petits ORCI est, lui, en baisse : il chute d'un tiers, passant de 24,2 à 16,1 millions d'euros. Les petits organismes ont certes financé plus d'opérations (271 contre 248 en 2002), mais en diminuant le ticket moyen. En ne suivant pas les tendances du marché, les petits ORCI courent le risque de fragiliser leur situation financière. D'autant qu'ils financent principalement des créations (61,6 % de leurs interventions), un segment plus exposé aux risques et nécessitant des mises de fonds récurrentes. Or, la taille des fonds n'est pas toujours suffisante pour financer les différents tours de table.

L'activité des ORCI de taille moyenne marque une stagnation après trois années de fort ralentissement. Ces derniers demeurent globalement des acteurs généralistes, avec près de 50 % de leurs investissements dédiés au capital développement.

Évolution des investissements en montant et en nombre en 2002 et 2003 par taille d'organismes

Organismes	Montants investis en 2002 (M€)	Montants investis en 2003 (M€)	Évolution	Nombre d'opérations en 2002	Nombre d'opérations en 2003	Évolution
de moins de 10 millions d'euros	24,2	16,1	- 33,5 %	248	271	9,3 %
entre 10 et 35 millions d'euros	40,5	41,9	3,5 %	197	237	20,3 %
de plus de 35 millions d'euros	92,1	124,6	35,3 %	155	219	41,3 %
TOTAL	156,8	182,6	16,5 %	600	727	21,2 %

Répartition des montants investis par stade de développement et taille d'organismes



Les ORCI ont privilégié les nouveaux financements

Les refinancements d'entreprises sont restés stables en montant (37,2 millions d'euros) alors que les nouveaux financements ont augmenté de 22,8 %, signe d'une reprise de l'activité, particulièrement marquée pour les ORCI de grande taille. Au total, 79,6 % des montants investis ont concerné des nouveaux projets, contre 75,6 % en 2002.

Seuls les investissements en capital création ne suivent pas la tendance, les refinancements à ce stade représentant 37,1 % du total des investissements. Le phénomène s'explique par la nécessité de nouveaux tours de table pour les entreprises au démarrage de leur activité.

Un taux de sélectivité qui se maintient autour de 11 %

Le flux d'affaires correspondant au nombre de dossiers reçus par les organismes a augmenté de 8 % en 2003. Sur les 4 463 dossiers reçus, 16,1 % ont été présentés aux différents comités d'investissements (contre 17,5 % en 2002) et 13,8 % ont été acceptés (14,5 % en 2002). Au final 11,4 % des dossiers reçus ont été financés (11,1 % en 2002).

Les petits fonds et les fonds intermédiaires ont amélioré leur niveau de sélectivité en finançant respectivement 12 % et 10,5 % des dossiers reçus.

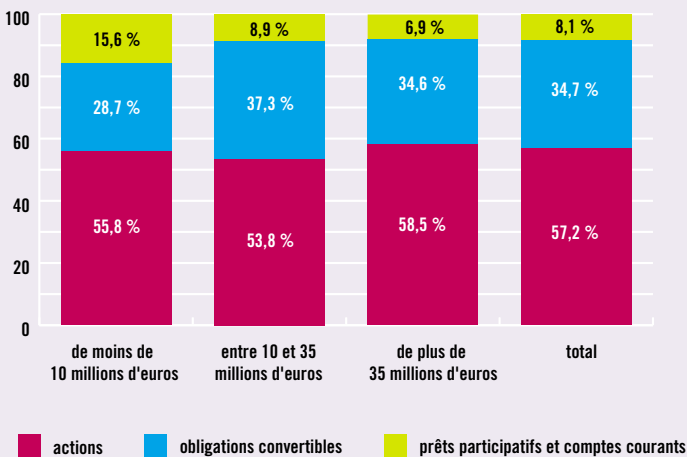
Hausse des obligations convertibles, portées par les transmissions et la perspective de liquidité

Représentant 58,5 % des investissements, les actions restent le premier support d'investissement des organismes régionaux. La très forte poussée des opérations réalisées en obligations convertibles (34,6 % des montants contre 17,7 % en 2002) est corrélée à celle du capital transmission. L'obligation convertible est en effet un outil financier particulièrement adapté au montage des LBO: elle préserve la part du management au capital, tout en assurant liquidité et rentabilité pour l'investisseur.

La part des prêts participatifs et des comptes courants représente 8,1 % des investissements en 2003. Plus risqués juridiquement pour un investisseur, ces outils ne sont pratiquement plus utilisés que par les petits organismes (15,6 % de leurs investissements).

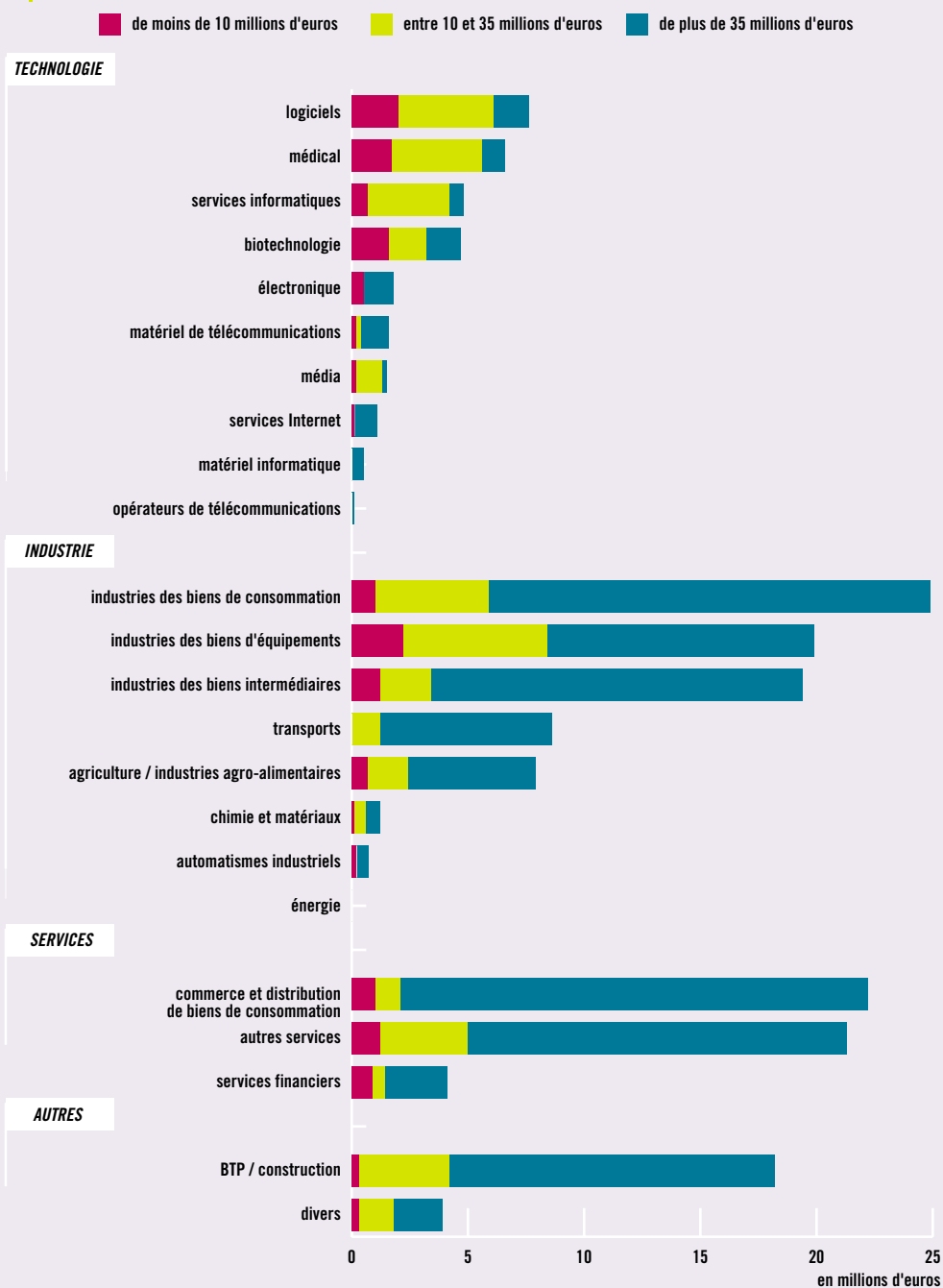
Avec la professionnalisation des acteurs du marché, les outils financiers mis en œuvre par les différents véhicules d'investissement, SCR et FCPR, tendent à s'uniformiser.

Modalités d'investissement par taille d'organismes



Renforcement de l'investissement dans le secteur industriel

Montants investis par secteur d'activité et par taille d'organismes



La hausse des investissements a bénéficié à l'ensemble des secteurs, hormis le secteur technologique (- 36,4 % en montant). Les investissements dans le secteur industriel ont fortement progressé (+ 39,8 %) en 2003. Cette hausse est liée à celle du capital transmission, les sociétés industrielles étant des cibles privilégiées des opérations de LBO. Les investissements dans le secteur des services ont augmenté de 20,3 %. La très forte progression observée dans la catégorie « Autres » s'explique par le montage de deux opérations de transmission dans le secteur du BTP, pour un montant supérieur à 11 millions d'euros.

Évolution des montants investis et du nombre de sociétés financées par secteur d'activité

Secteurs d'activité	Montants (en millions d'euros)			Nombre de sociétés financées		
	2002	2003	Évolution	2002	2003	Évolution
technologie	47,8	30,4	-36,4 %	195	126	-35,4 %
industrie	59,1	82,6	39,8 %	159	151	-5 %
services	39,5	47,5	20,3 %	82	108	31,7 %
autres	10,4	22,1	112,5 %	30	48	60 %
TOTAL	156,8	182,6	16,5 %	466	433	-7,1 %

Les ORCI de petite taille restent très axés sur le financement des secteurs technologiques. Même si les montants consacrés à ces derniers ont baissé, ils constituent toujours 44,5 % de leurs investissements.

Les fonds de plus de 10 millions d'euros privilégient les secteurs industriels (46,3 %) et de services (26,8 %).

Évolution des montants investis par secteur d'activité et par taille d'ORCI

Secteurs d'activité	Moins de 10 millions d'euros			Entre 10 et 35 millions d'euros			Plus de 35 millions d'euros		
	2002	2003	Évolution	2002	2003	Évolution	2002	2003	Évolution
technologie	12,6	7,2	-42,9 %	14,6	14,4	-1,4 %	20,6	8,8	-57,3 %
industrie	6,9	5,3	-23,2 %	17,5	16,7	-4,6 %	34,7	60,6	74,6 %
services	2,5	3	20 %	5,6	5,4	-3,6 %	31,4	39,2	24,8 %
autres	2,2	0,6	-72,7 %	2,8	5,4	92,9 %	5,4	16	196,3 %
TOTAL	24,2	16,1	-33,5 %	40,5	41,9	3,5 %	92,1	124,6	35,3 %

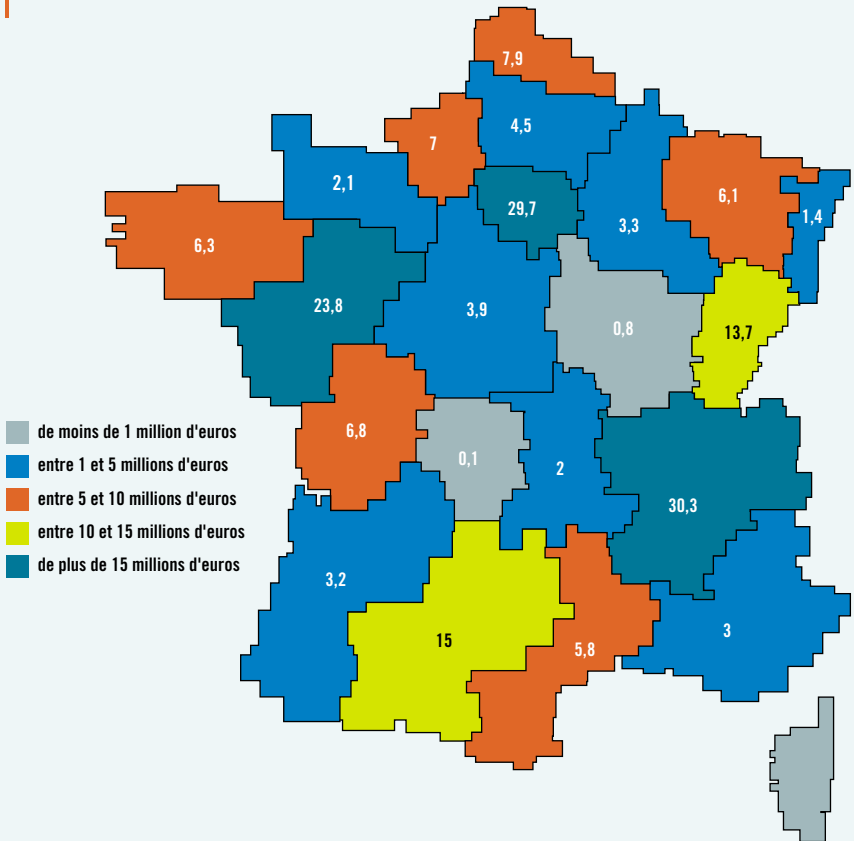
Concentration géographique des investissements

Globalement, la répartition géographique des investissements varie fortement d'une année sur l'autre. Seules trois régions restent très actives en capital investissement dans le temps : l'Ile-de-France, Rhône-Alpes et Pays-de-la-Loire, qui totalisent 46 % des investissements du territoire, pourcentage assez proche du poids de leur PIB (43 %). Si l'on ajoute la région Midi-Pyrénées, le poids des quatre premières régions représente 54,1 % des investissements. À noter que pour la première fois les organismes régionaux ont plus investi en région Rhône-Alpes qu'en région Ile-de-France.

La forte augmentation des investissements en Franche-Comté est liée à une très grosse opération réalisée en 2003.

Enfin, 5,7 millions d'euros d'investissements en fonds propres ont bénéficié aux entreprises des DOM-TOM suite à la mise en place du FCPR Alysé Ventures dédié à ce marché.

Répartition des investissements par région, en millions d'euros



Analyse des cessions et de la sinistralité en 2003

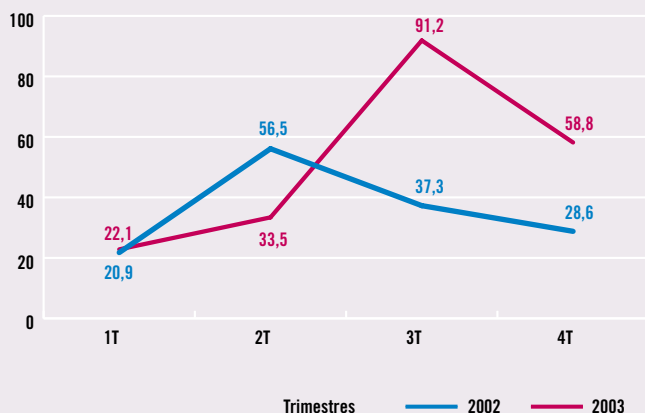
Le montant des cessions en forte hausse

Dans un contexte économique défavorable, les ORCI ont été très actifs en termes de cessions. Leur montant total atteint 205,6 millions d'euros (contre 143,3 en 2002), soit une progression de 43,5 %. À périmètre constant, la hausse s'établit à 24,6 % (178,5 millions d'euros).

Cette évolution s'explique par la forte augmentation du nombre d'opérations (377 sorties totales et partielles effectuées en 2003 contre 251 en 2002). Si le nombre de cessions définitives est resté stable durant la période (passant de 173 à 172), les sorties partielles ont été très dynamiques (205 contre 78 en 2002). Plus d'une participation sur six présente dans le portefeuille des ORCI au 31 décembre 2002 a fait l'objet d'une sortie définitive ou partielle au cours de l'année 2003.

Le nombre d'opérations, relativement stable au cours du premier semestre, a fortement progressé au second semestre.

Évolution trimestrielle des montants de cessions
en 2002 et 2003 (en millions d'euros)



Le niveau des plus values nettes totales se maintient à 77,5 millions d'euros contre 79,1 millions d'euros en 2002.

Le niveau de profitabilité est, une fois de plus, soutenu par l'activité des organismes de plus de 35 millions d'euros. Ces organismes ont réalisé 42,4 % du nombre et 85,6 % du montant des cessions.

Cessions et plus values réalisées en 2003 (en millions d'euros)

Organismes	Nombre de cessions	Montant initial de l'investissement	Cessions en montant	Plus-values nettes totales	Plus-values réalisées en % des investissements initiaux
de moins de 10 millions d'euros	103	5	5,8	0,8	16 %
entre 10 et 35 millions d'euros	114	31	23,3	-7,7	-24,8 %
de plus de 35 millions d'euros	160	92,1	176,5	84,4	91,6 %
TOTAL	377	128,1	205,6	77,5	60,5 %
dont SCR	334	98,3	173,5	75,2	76,5 %
dont FCPR	43	29,8	32,1	2,3	7,7 %

Les cessions sous forme de LBO très majoritaires

Les opérations de transmission (LBO et personnes physiques) prennent une place de plus en plus prépondérante dans le monde du capital investissement. Elles ont représenté 60,8 % du montant des cessions en 2003, soit 125,2 millions d'euros. Elles étaient aussi, en montant, le premier segment financé lors de la phase d'investissement (cf. chapitre II).

Les cessions industrielles sont, elles, en fort repli et ne représentent plus que 15 % des montants cédés (contre 41 % en 2002).

Les FCPR ont presque triplé leur volume de cession d'une année sur l'autre, aussi bien en nombre d'opérations qu'en montant, signe d'un début de maturité de leurs portefeuilles.

Nombre et montant de cessions définitives par type de sorties

Type de sortie	Nombre de cessions	Montant initial des investissements (en M€)	Valeur des cessions définitives (en M€)	Plus-values réalisées (en M€)
LBO-personne physique	73	19,6	124,1	104,5
industriel	22	9,4	16	6,6
remboursement OC/CC	16	2,9	3,1	0,2
bourse	6	3,6	4,3	0,7
autre organisme financier	3	1,7	1	-0,7
divers	52	33,6	18,6	-15
TOTAL	172	70,8	167,1	96,3

Maintien d'un TRI brut de 12,5 %

Les deux principaux indicateurs de performance pour l'analyse des cessions définitives sont, d'une part, le taux de rentabilité interne (TRI) qui mesure la performance annuelle de l'investissement et, d'autre part, le multiple de cession qui fait abstraction de la durée (rapport entre la valeur de cession et la valeur d'achat).

Le TRI brut investisseur s'établit à 12,48 %. Il est resté relativement stable par rapport à 2002 (12,69 %). Le multiple de cession a légèrement progressé à 2,38 (contre 2,27 en 2002). La durée moyenne de détention (7 ans), en légère augmentation également, explique ces évolutions.

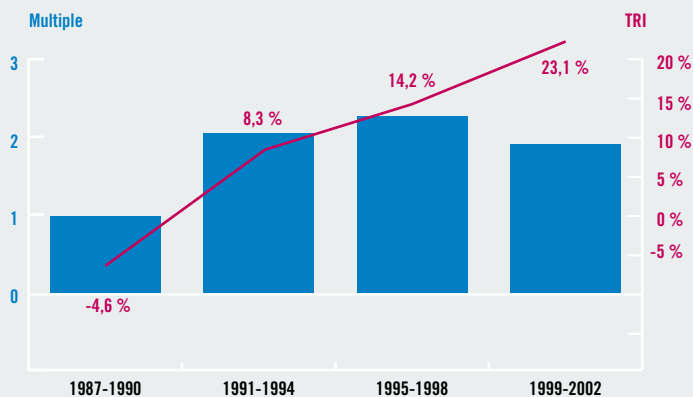
Dans le détail, on constate que 87 % des cessions des ORCI ont un TRI positif. 30 % des cessions ont même généré un TRI supérieur à 15 %.

Répartition du nombre de cessions totales réalisées par les ORCI en fonction de leur TRI

TRI < 0 %	23	13,4 %
0 % ≤ TRI < 5 %	48	27,9 %
5 % ≤ TRI < 10 %	32	18,6 %
10 % ≤ TRI < 15 %	18	10,5 %
15 % ≤ TRI < 20 %	10	5,8 %
20 % ≤ TRI < 30 %	19	11 %
TRI ≥ 30 %	22	12,8 %

L'analyse de l'évolution de la rentabilité montre que le TRI dépend du millésime. Il progresse à chaque période. Pour la période 1999 à 2002, le TRI ressort à 23,1 %. Cette tendance s'explique en partie par l'impact des FCPR contraints d'organiser une rotation plus rapide de leurs participations et donc d'être plus sélectifs sur le choix de leurs investissements.

Évolution du TRI et du multiple de cession par période d'investissement



Une sinistralité contenue

L'année 2003 a été marquée par un léger recul du nombre des sinistres. 60 sociétés ont fait l'objet d'une liquidation contre 65 en 2002. Le taux de liquidation du portefeuille (rapport entre le nombre de sociétés liquidées et le nombre de sociétés en portefeuille) est en baisse par rapport à l'année dernière (passant de 3,2 % à 2,7 %).

En revanche, l'impact des sinistres a été plus important dans les comptes des ORCI, notamment des organismes de plus de 35 millions d'euros : les sociétés liquidées en 2003 avaient une valeur d'acquisition supérieure de 13,7 % à celles liquidées en 2002 (13,3 millions d'euros contre 11,7).

Mais dans un contexte de hausse des cessions, les liquidations ne représentent que 9,4 % de la valeur initiale de l'ensemble des sorties (cessions et liquidations), contre 14,2 % en 2002.

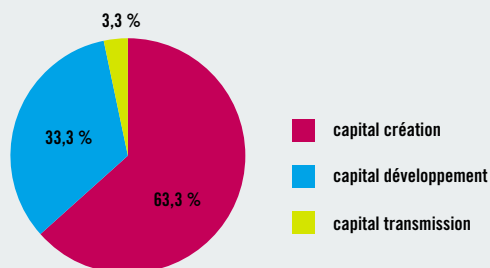
État des liquidations en 2003

Organismes	Valeur d'acquisition (en M€)		Nombre de sinistres		Évolution du sinistre moyen (en milliers d'euros)	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
de moins de 10 millions d'euros	2,9	3,2	40	31	73	107
entre 10 et 35 millions d'euros	5,7	4,6	20	25	285	192
de plus de 35 millions d'euros	3,1	5,5	5	4	620	1375
TOTAL	11,7	13,3	65	60	180	229

Les sociétés qui ont fait l'objet d'une liquidation en 2003 employaient au total 974 salariés pour un chiffre d'affaires cumulé de 45 millions d'euros en 2002 et un résultat net négatif de 27 millions.

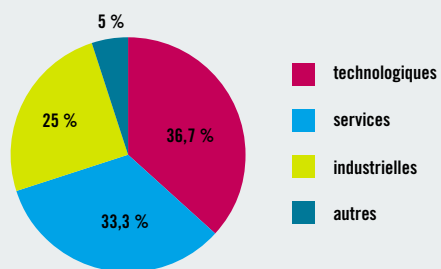
Les entreprises constituées sous forme de SARL, qui représentent 12 des 60 sociétés liquidées, ont un taux de sinistralité double par rapport aux autres formes juridiques.

Répartition des liquidations par stade de développement



Les sociétés liquidées étaient aux deux-tiers des entreprises financées au stade de capital risque.

Répartition des liquidations par secteur d'activité



La sinistralité est indépendante du secteur d'activité. Les sociétés liquidées appartenaient aussi bien aux secteurs technologiques, industriels que de services.

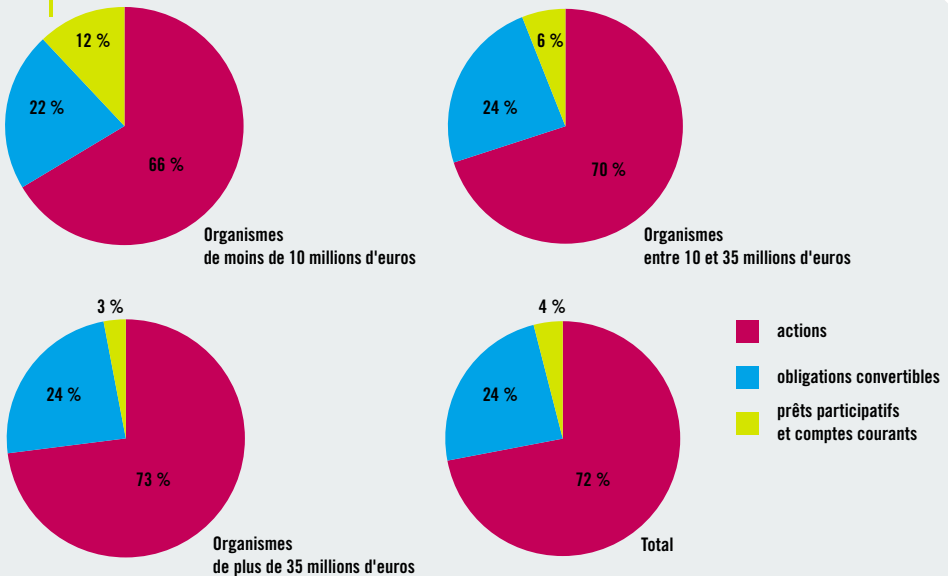
Analyse de la gestion des ORCI au 31 décembre 2003

Le portefeuille brut dépasse un milliard d'euros

Le portefeuille brut géré par les ORCI a augmenté de 20,1 % en 2003 (14,1 % à périmètre constant) pour s'établir à 1 021,8 millions d'euros. Il a plus que doublé en cinq ans.

Le portefeuille brut représentait l'an dernier 72 % des fonds gérés. Sa composition a évolué en faveur des obligations convertibles qui atteignent maintenant 24 % du portefeuille (17,6 % en 2002), au détriment des actions qui demeurent cependant l'instrument d'investissement privilégié (72 %). L'évolution est liée à la montée en puissance des LBO, ainsi qu'à la volonté des ORCI de sécuriser des revenus courants permettant d'assurer le financement de leurs charges d'exploitation. Souvent mal adaptés au capital investissement, les prêts participatifs et les comptes courants ont continué de diminuer, à 4 % contre 5,8 % en 2002. Ils sont surtout utilisés sur le court terme ou pour le financement de petites créations.

Répartition des portefeuilles bruts par nature de titres et par taille d'organismes



Baisse des plus-values latentes des SCR

Les plus-values latentes ont baissé en 2003 de 15,9 %. Cette diminution affecte principalement les SCR dont la part des plus-values latentes par rapport au portefeuille brut passe de 18,5 % à 12,3 %. Cette diminution s'explique à la fois par la réalisation de fortes plus-values ces deux dernières années notamment par les ORCI de grande taille, et par la prudence des fonds dans l'évaluation de leur portefeuille, suivant les principes préconisés par l'AFIC.

Plus-values latentes par taille d'organismes

Organismes	Plus-values (en millions d'euros)				% du portefeuille brut			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
de moins de 10 M€	8,8	5,2	5,9	5,2	16,4 %	7,3 %	8 %	6,3 %
entre 10 et 35 M€	36,5	17,1	9,4	5,6	22,2 %	8,3 %	3,9 %	2,3 %
de plus de 35 M€	133,1	71,8	117	100,4	33,3 %	15,5 %	21,8 %	14,6 %
TOTAL	178,4	94,1	132,3	111,2	28,9 %	12,7 %	15,5 %	10,9 %

Stabilisation du taux de provision

La montée du risque de perte observée ces dernières années, liée à la dégradation de la conjoncture économique, se poursuit. Le taux de provision du portefeuille brut a légèrement augmenté en 2003, soit 19,1 % contre 18,7 % en 2002, pour un montant total de 195,2 millions d'euros.

Ces chiffres masquent des situations très contrastées. En effet, le niveau de provision des organismes régionaux de moins de 10 millions d'euros reste faible (16,6 %) pour des structures qui consacrent plus de la moitié de leurs investissements à des dossiers de création et dont le ticket moyen investi est inférieur à 100 000 euros. Ce niveau peu élevé de provision s'explique par le nombre de dossiers garantis par Sofaris (Garantie capital PME).

Les organismes intermédiaires ont vu leur taux de provision fortement augmenter passant à 24 % contre 20,1 % en 2002.

Seuls les ORCI de grande taille ont un taux de provision qui s'améliore, passant de 18,4 % en 2002 à 17,6 % en 2003. Ce phénomène est toutefois à relativiser car il est essentiellement lié à la création de nombreux FCPR. Ainsi, le taux de provision des FCPR a fortement diminué à 13,4 %, perdant ainsi 4,9 % en une année.

Actifs bruts et nets du portefeuille en fonction de la taille et du type d'organismes

Organismes	Portefeuille brut (en M€)	Portefeuille net (en M€)	Taux de provision 2002	Taux de provision 2003
de moins de 10 millions d'euros	82,7	69	15,5 %	16,6 %
entre 10 et 35 millions d'euros	249,4	189,6	20,1 %	24 %
de plus de 35 millions d'euros	689,7	568	18,4 %	17,6 %
TOTAL	1021,8	826,6	18,7 %	19,1 %
dont SCR	726,6	571,1	18,8 %	21,4 %
dont FCPR	295,2	255,5	18,3 %	13,4 %

Les ORCI ont augmenté leurs provisions sur leurs lignes d'actions et d'obligations convertibles passant respectivement de 19,1 % et 13,2 % en 2002 à 19,9 % et 15,7 % en 2003. Les prêts participatifs et comptes courants, réputés risqués, restent fortement provisionnés à 25,4 %.

Évolution du taux de provision par modalité d'investissement

Modalités d'investissement	Portefeuille		Taux de provision		
	brut (en M€)	net (en M€)	2001	2002	2003
actions	737,4	591	17,3 %	19,1 %	19,9 %
obligations convertibles	240,7	203	7 %	13,2 %	15,7 %
prêts participatifs et comptes courants	43,7	32,6	27,5 %	29,3 %	25,4 %
TOTAL	1021,8	826,6	16 %	18,7 %	19,1 %

Une capacité d'investissement significative

La trésorerie des organismes régionaux de capital investissement s'élève à 344 millions d'euros, en progression de 13 % par rapport à 2002. Toutefois, cette hausse liée à l'augmentation des levées de fonds et des cessions reste relative. En effet, la trésorerie représente 1,88 année d'investissement brut contre 1,94 année en 2002.

Les organismes de petite taille disposent toujours proportionnellement de plus grosses réserves en trésorerie (4 ans et 7 mois d'investissements) que les organismes intermédiaires (2 ans et 1 mois) et les organismes de grande taille (1 an et 11 mois).

Le niveau de trésorerie des SCR (2,35 années) reste bien supérieur à celui des FCPR (0,95 année). La structure même des FCPR, dans lesquels les fonds sont appelés en fonction du rythme d'investissement, permet une meilleure transparence vis-à-vis des souscripteurs, sans pour autant obérer leur capacité d'investissement.

Les fonds disponibles (c'est-à-dire la trésorerie nette plus les capitaux souscrits non appelés) sont stables et se montent à 605 millions d'euros, soit 3,3 ans d'investissement, contre 3,2 ans en 2002. Les ORCI bénéficient donc d'une capacité d'investissement significative pour financer les projets les plus prometteurs.

Évolution des investissements, des cessions et de la trésorerie par taille d'organismes entre 2001 et 2003

Organismes	Investissements (en M€)			Cessions (en M€)			Trésorerie (en M€)		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
de moins de 10 M€	21,4	24,2	16,1	8,5	6,3	5,8	61,7	78,6	73,6
entre 10 et 35 M€	55,9	40,5	41,9	16,9	22,5	23,3	82,9	93	88,3
de plus de 35 M€	103,8	92,1	124,6	103,6	114,5	176,5	109,3	132,4	182,2
TOTAL	181,1	156,8	182,6	129	143,3	205,6	253,9	304	344,1

Les équipes gérant des fonds de plus de 35 millions d'euros ont vu leurs effectifs croître fortement

Les effectifs des ORCI ont augmenté de 8,7 %. Les postes administratifs ont été les premiers concernés (+ 12 %), signe d'une meilleure prise en compte des attentes du marché en termes de reporting.

Seuls les ORCI gérant plus de 35 millions d'euros ont renforcé leur équipe d'investisseurs (augmentation de 14,3 % à périmètre constant), suivant la croissance de leurs fonds.

Répartition des effectifs par nature et par taille d'organismes

Organismes	Investisseurs	Administratifs	Total
de moins de 10 millions d'euros	46	24	70
entre 10 et 35 millions d'euros	60	39	99
de plus de 35 millions d'euros	63	54	117
TOTAL	169	117	286

Poussés par l'augmentation des investissements en 2003, les montants par investisseur ont progressé de 9,3 %. Toutefois, les équipes gérant des ORCI de moins de 35 millions d'euros ont vu le montant moyen géré par investisseur baisser. Le nombre de participations par investisseur s'est stabilisé à 14, après des années de hausse. Il est intéressant de constater un suivi plus rapproché de la part des équipes gérant des FCPR : 5 participations en moyenne par investisseur contre 18 pour les SCR. En effet, en l'absence de contrainte de cession imposée par la liquidation à terme des FCPR, les gérants de SCR ont une gestion moins dynamique de leur portefeuille et ont tendance à conserver de nombreuses lignes dormantes, ce qui pénalise à terme le TRI moyen des investissements.

Capitaux gérés et activité 2003 par investisseur

Organismes	Gestion		Activité 2003	
	Capitaux gérés (en K€)	Nombre de participations	Montant investi (en K€)	Nombre d'opérations
de moins de 10 millions d'euros	3 149	18,8	348	5,9
entre 10 et 35 millions d'euros	4 591	12,8	699	4
de plus de 35 millions d'euros	11 819	12	1 978	3,5
MOYENNE	6 894	14,2	1 080	4,3

Analyse de la rentabilité des organismes régionaux

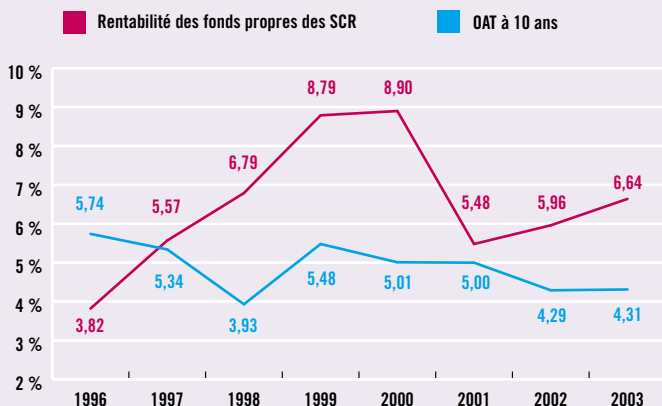
L'investissement régional, un actif durablement rentable

En 2003, la rentabilité moyenne sur fonds propres de l'ensemble des SCR a atteint 6,64 %. À périmètre constant, elle est de 6,42 %, contre 5,96 % en 2002.

L'écart entre cette rentabilité et le rendement de l'OAT à 10 ans s'est de nouveau accru pour atteindre 2,33 %, dans un contexte de stabilité des taux d'intérêt.

Ainsi, le capital investissement régional offre depuis 8 ans une rentabilité annuelle moyenne nette durablement supérieure à celle de l'actif sans risque de référence (6,51 % contre 4,89 % pour l'OAT à 10 ans).

Comparaison de la rentabilité des fonds propres des SCR et du rendement OAT à 10 ans

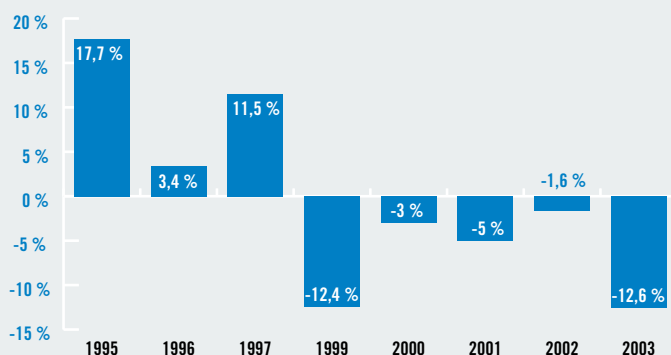


Les comptes des FCPR atteignent l'équilibre pour la première fois

La rentabilité des FCPR étudiés est à l'équilibre en 2003. À périmètre constant, elle s'établit à - 2,1 %, en nette amélioration par rapport à 2002 (- 3,9 %).

Le redressement significatif de la rentabilité s'explique par l'âge moyen des FCPR en portefeuille (4 ans). Tous les FCPR de plus de 5 millions d'euros et antérieurs à 1999 dégagent des résultats positifs car ils commencent à céder leurs premières participations. À périmètre constant, les plus-values de cessions se sont montées à 8,3 millions d'euros contre 0,5 en 2002. La rentabilité sur fonds propres des FCPR entrés en phase de désinvestissement atteint 8,8 % en 2003.

Rentabilité 2003 des FCPR par millésime



Forte croissance des résultats

Le résultat net global est en hausse de 55,2 % et s'établit à 55,5 millions d'euros. Il faut cependant noter que cette forte augmentation est en grande partie liée aux résultats exceptionnels réalisés par une SCR.

Compte de résultat agrégé des organismes (en milliers d'euros)

GESTION DU PORTEFEUILLE	Total	De moins de 10 millions d'euros	Entre 10 et 35 millions d'euros	De plus de 35 millions d'euros
REVENUS COURANTS				
revenus des actions	12 541	860	1 458	10 223
revenus des obligations convertibles	10 873	1 034	2 813	7 026
revenus des autres créances	1 519	343	418	758
TOTAL REVENUS COURANTS	24 933	2 237	4 689	18 007
RÉSULTAT SUR OPÉRATIONS DE CÉSSION				
plus-values de cession	103 319	2 755	8 313	92 251
moins-values de cession	18 422	1 863	3 756	12 803
TOTAL RÉSULTAT SUR OPÉRATIONS DE CÉSSION	84 897	892	4 557	79 448
MOUVEMENTS DE PROVISIONS				
dotation nette de provisions pour dépréciation des titres	28 694	4 890	14 555	9 249
dotation nette de provisions pour risques	587	370	- 46	263
indemnités de fonds de garantie	- 4 975	- 1 962	1 562	- 1 451
TOTAL MOUVEMENTS DE PROVISIONS	24 306	3 298	12 947	8 061
RÉSULTAT GESTION DU PORTEFEUILLE	85 524	- 169	- 3 701	89 394
GESTION DE TRÉSORERIE				
revenus courants	3 629	671	999	1 959
résultat des cessions	3 493	1 183	629	1 681
net de provisions pour dépréciation	218	87	112	19
RÉSULTAT GESTION DE TRÉSORERIE	7 340	1 941	1 740	3 659
COÛTS DE FONCTIONNEMENT				
salaires, traitements et charges sociales	11 219	2 885	3 801	4 533
autres achats et charges externes	28 070	4 005	7 545	16 520
impôts et taxes	1 359	268	568	523
dotations aux amortissements	279	109	73	97
production de services	1 094	568	300	226
subventions	1 356	1 086	246	24
TOTAL COÛTS DE FONCTIONNEMENT	38 477	5 613	11 441	21 423
RÉSULTAT COURANT	54 387	- 3 841	- 13 402	71 630
divers exceptionnels	1 488	23	357	1 108
participation des salariés	188	-	-	188
impôt société	159	13	55	91
RÉSULTAT NET	55 528	- 3 831	- 13 100	72 459

Le compte de résultat présenté n'est pas une consolidation comptable mais une addition des comptes de résultat du dernier exercice comptable à des dates de clôtures différentes. L'objectif est d'évaluer le plus précisément les résultats 2003 des ORCI.

Nouvel accroissement des différences de rentabilité entre petits et grands ORCI

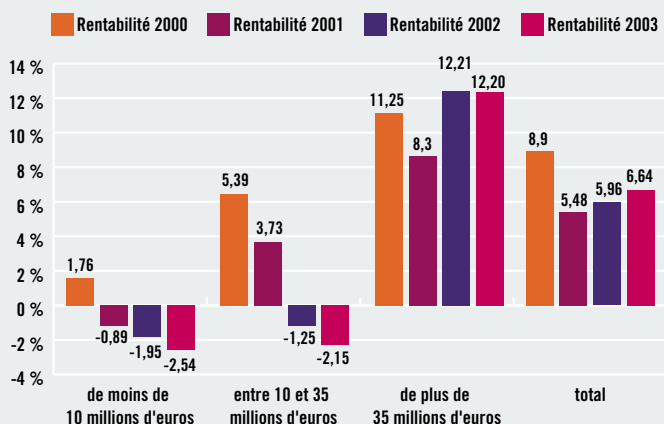
La hausse du résultat net global des organismes masque en fait une réalité très contrastée.

D'une part, le résultat des ORCI de taille critique passe de 46,3 millions d'euros en 2002 à 72,5 millions en 2003. L'essentiel de cette amélioration provient d'une croissance forte des plus-values réalisées, associée à une baisse des provisions enregistrées.

D'autre part, les performances des ORCI de moins de 35 millions d'euros continuent de se dégrader (- 2,2 % en 2003). La légère baisse des dotations aux provisions et une meilleure maîtrise des coûts de fonctionnement ne peuvent compenser les baisses cumulées du revenu courant, du résultat sur opérations de cession et du résultat de gestion de la trésorerie.

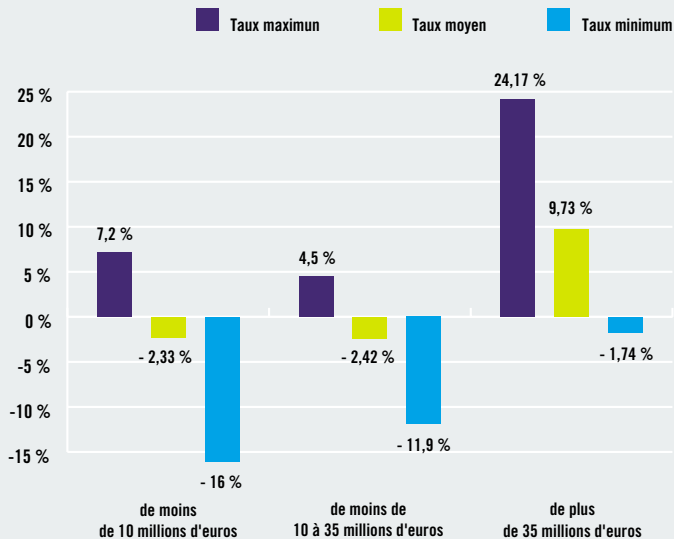
Il est intéressant de souligner que la performance des ORCI de plus petite taille gérés par des équipes également en charge de structures plus importantes est meilleure. Elle est quasi à l'équilibre, contre une rentabilité de - 1,9 % pour les autres organismes de moins de 35 millions d'euros. Ces organismes de petite taille profitent d'une structure de gestion plus étoffée : un accès à un flux d'affaires plus étendu et diversifié, une expérience des équipes plus riche et des économies d'échelle en back-office.

Résultat net sur fonds propres des SCR entre 2000 et 2003 par taille d'organismes



L'analyse de la rentabilité de la totalité du portefeuille montre la dispersion des performances entre les équipes.

Taux de rentabilité minimum, moyen et maximum par taille d'ORCI (SCR et FCPR)



NB : Ont été exclus des minima les ORCI de moins de un an.

Croissance soutenue de la rentabilité du portefeuille

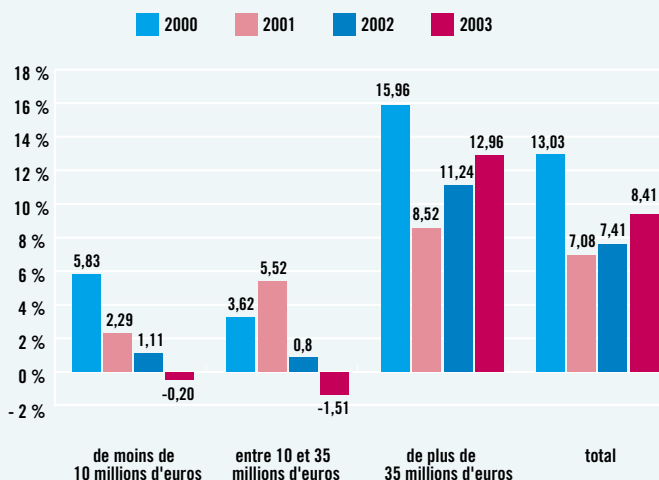
Le résultat de gestion de portefeuille a progressé de 35,5 % pour atteindre 85,5 millions d'euros, contre 63,1 en 2002. Les organismes gérant plus de 35 millions d'euros sont à l'origine de cette performance.

La hausse des revenus courants (+ 27,7 % à 24,9 millions d'euros) constitue la première explication de ce dynamisme. Toutes les composantes (actions, obligations convertibles et autres créances) ont contribué à cette augmentation.

L'amélioration du résultat de portefeuille s'explique également par la baisse des dotations aux provisions (24,3 millions d'euros contre 36,3 en 2002). Les ORCI gérant plus de 35 millions d'euros ont moins provisionné leurs lignes, leur taux de provision du portefeuille passant de 18,4 % à 17,6 % au 31 décembre 2003.

Il faut noter que la croissance de 6,2 % du résultat sur les opérations de cession masque de grandes disparités. En effet, la dynamique des plus-values de cession réalisées (+ 20,2 % à 103,3 millions d'euros) a été entravée par la forte croissance des moins-values de cession (multipliées par 3 à 18,4 millions d'euros).

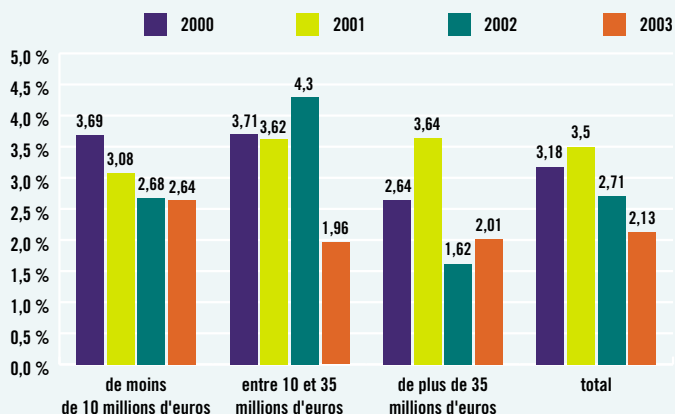
Produit de portefeuille sur portefeuille brut



La rémunération de la trésorerie au plus bas

En dépit d'une trésorerie plus abondante, les produits de gestion de trésorerie sont de nouveau en baisse (7,3 millions d'euros contre 8,2 en 2002). La rémunération moyenne de la trésorerie s'établit à 2,13 %.

Produit de trésorerie sur trésorerie

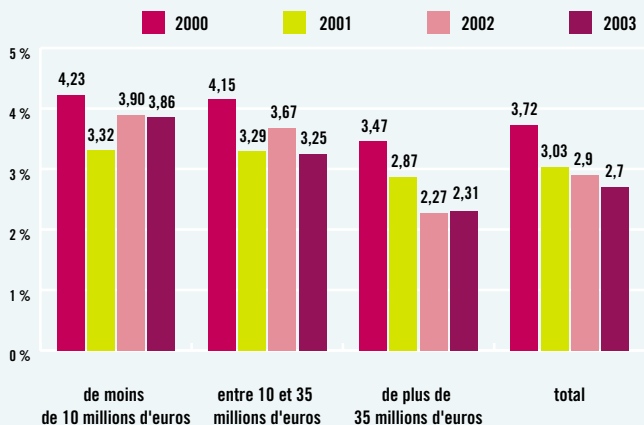


Des coûts de fonctionnement dans les standards du marché

Les coûts de fonctionnement se sont élevés en 2003 à 2,7 % des montants gérés par les ORCI, contre 2,9 % l'année précédente. Ils sont restés stables pour les petites structures et pour les ORCI de taille critique, et ont baissé pour les organismes intermédiaires.

Les coûts de fonctionnement demeurent inversement proportionnels aux montants gérés.

Coûts de fonctionnement sur capitaux gérés





Les PME soutenues par le capital investissement régional

Cette partie de l'étude, nouvelle dans l'édition 2003, a pour but de dresser le panorama économique et financier des entreprises régionales ayant recours au capital investissement. Sans viser l'exhaustivité, elle permet d'établir un tableau des PME les plus dynamiques finançant leur développement par apport extérieur de fonds propres.

Les 70 organismes étudiés possèdent, au 31 décembre 2003, 2 392 participations, avec une durée moyenne de détention en portefeuille de 4 ans. Étant donnée l'existence de co-investissements entre les organismes, ces participations représentent in fine 1 989 entreprises différentes, détenues en moyenne à 12,2 %. L'analyse s'est basée sur un échantillon de 1 580 entreprises, excluant les PME créées en 2003 et celles faisant l'objet d'une procédure collective.

Typologie des PME financées

Au 31 décembre 2003, ces 1 580 sociétés qui emploient 159 000 salariés, sont endettées à hauteur de 3,915 milliards d'euros et disposent de 5,491 milliards d'euros de fonds propres.

En moyenne, une PME financée par le capital investissement régional emploie donc 102 salariés, dispose de 3,5 millions d'euros de capital, est endettée à hauteur de 2,5 millions d'euros et possède une trésorerie de 0,6 million d'euros. Elle réalise un chiffre d'affaires de 11,7 millions d'euros pour un excédent brut d'exploitation de 3,9 % et un résultat net positif de 1,9 % du chiffre d'affaires. Sa rentabilité moyenne sur fonds propres s'établit à 6,6 %.

Il convient toutefois de souligner la grande dispersion de ces sociétés en termes de taille. Ainsi, les entreprises de plus de 500 salariés constituent 4 % de l'échantillon étudié, mais comptent pour 45 % du chiffre d'affaires global et 48 % des effectifs. Une approche par la médiane, et non plus par la moyenne, offre donc une vision peut-être plus représentative de la PME-type financée par les ORCI.

La PME-type financée par le capital investissement régional (en milliers d'euros)

chiffre d'affaires	1 359
résultat d'exploitation	17
résultat net	17
fonds propres	599
dettes financières	280
trésorerie	33
effectifs	15

Ces chiffres corroborent la politique des acteurs du capital investissement régional : financer les entreprises saines, en croissance ou en transmission, par le renforcement de leurs fonds propres.

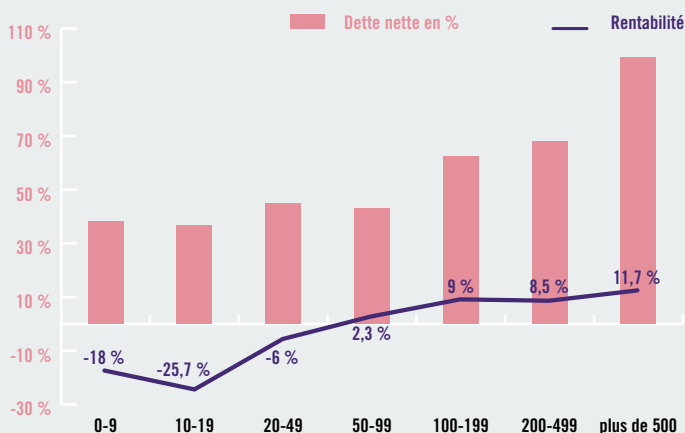
Répartition des PME financées par taille (hors sociétés holding)

Taille des sociétés financées (en nombre de salariés)	Nombre de sociétés	Répartition	Nombre global de salariés	Répartition	Chiffre d'affaires global (en M€)	Répartition
0 - 9	478	37,1 %	2 015	1,7 %	246	1,8 %
10 - 19	178	13,8 %	2 466	2,1 %	270	1,9 %
20 - 49	267	20,8 %	8 859	7,5 %	1 158	8,3 %
50 - 99	109	8,5 %	7 841	6,6 %	1 034	7,4 %
100 - 199	133	10,3 %	18 340	15,6 %	2 546	18,1 %
200 - 499	69	5,5 %	21 164	17,9 %	2 434	17,4 %
+ de 500	52	4 %	57 361	48,6 %	6 311	45,1 %
TOTAL	1 286	100 %	118 046	100 %	13 999	100 %

L'étude de la structure financière des entreprises montre que la rentabilité est une fonction croissante de la taille. Les entreprises de moins de 50 salariés sont globalement en perte : il s'agit très souvent de sociétés en démarrage (si l'on ne tient pas compte des entreprises technologiques, le taux de rentabilité atteint à 2,1 %). En revanche, la rentabilité des entreprises de plus de 50 salariés s'élève à 9,2 % des fonds propres.

L'endettement net dépend également de la taille des sociétés. Il représente 41 % des fonds propres dans les sociétés de moins de 50 salariés et 78 % pour les sociétés de plus grande taille. Ces dernières ont une capacité de remboursement ainsi qu'une probabilité de défaut plus sécurisantes pour les établissements bancaires. D'où l'importance des outils du capital investissement régional pour donner une réelle possibilité de développement aux jeunes entreprises dynamiques.

Rentabilité et endettement des PME financées par taille



L'intensité capitalistique, c'est-à-dire le chiffre d'affaires généré par un euro de fonds propres, dépend de la taille de l'entreprise. 1 euro de fonds propres génère 1,37 euro de chiffre d'affaires pour une petite PME et jusqu'à 5,26 euros pour une grande.

En revanche, la productivité par salarié est globalement indépendante de la taille. Elle s'établit à 119 000 euros par salarié.

Il est intéressant de constater que les PME de 100 à 200 salariés sont les plus performantes en termes de résultats d'exploitation et de résultat net. Leur structure de bilan est également très équilibrée. Ces chiffres sont la conséquence d'une certaine maturité de développement pour des entreprises ayant accès à des marchés de taille significative.

Les secteurs industriels et de services privilégiés

L'industrie est le premier secteur financé par le capital investissement régional. Elle représente près de la moitié des montants investis (47,8 %) et 54,8 % de l'emploi total des participations des ORCI.

Ces sociétés ont la particularité de générer un chiffre d'affaires supérieur à la moyenne (52,6 % de l'ensemble) et d'être très rentables : 79,5 % du résultat net global des PME étudiées sont réalisés par ces PME industrielles qui représentent 40 % du nombre total de sociétés. Elles dégagent ainsi une rentabilité sur fonds propres de 10,9 % contre 6,6 % en moyenne. Ces entreprises font souvent l'objet d'opérations à effet de levier.

Les services constituent le deuxième cœur de cible des organismes régionaux. Ils attirent 29,5 % des investissements à travers 432 entreprises (27,3 % du nombre total). La marge sur chiffre d'affaires (à 2,2 %) et la rentabilité sur fonds propres (à 6,7 %) correspondent exactement à la moyenne du panel étudié. Il convient de souligner que les organismes régionaux ne finançaient que très peu de sociétés de services avant 2000.

Les entreprises à vocation plus technologique présentent la particularité d'être plus petites que la moyenne (41 salariés et 4 millions d'euros de chiffre d'affaires contre 102 salariés et 11,7 millions) et plus récentes. L'investissement par entreprise est deux fois moins élevé que la moyenne, le chiffre d'affaires trois fois moins. La forte concentration des entreprises en création explique une rentabilité négative (- 9,4 %). Ces sociétés, dont 60 % réalisent moins d'un million d'euros de chiffre d'affaires, sont financées en capital et non par endettement bancaire.

Chiffres-clés (médiane) des entreprises financées par secteur d'activité (en euros)

Secteurs d'activité	Nombre	Effectifs	Capitaux propres	Dettes financières	Trésorerie	Chiffre d'affaires	Résultat d'exploitation	Résultat net
industrie	633	24	717 040	368 107	26 623	2 405 952	37 974	24 619
services	432	13	670 068	316 999	25 098	1 124 431	16 317	21 053
technologie	375	11	332 045	123 801	47 000	708 778	- 23 000	- 17 000
autres	140	37	913 000	628 825	37 500	3 314 063	76 028	79 336

Une relative déconcentration géographique des sociétés financées

La répartition géographique révèle globalement une bonne adéquation entre le nombre des sociétés financées par les ORCI et celui de l'ensemble des sociétés en France. Chacune des 6 grandes régions attire au moins 10 % de l'ensemble des sociétés financées.

La région Ouest constitue la première terre d'investissement des ORCI en nombre de PME. Près d'un quart des sociétés présentes dans le portefeuille des ORCI se situe dans cette région. Les sociétés financées ont une activité principalement industrielle (45,2 %) et de services (28,7 %). Elles sont de taille moyenne (8,2 millions d'euros de chiffre d'affaires, 85 salariés) et très rentables (11,5 % contre 6,6 % en moyenne).

La région « Sud-Outre-Mer » constitue le deuxième pôle régional par le nombre de sociétés financées (342). Leur profil est très particulier : elles se caractérisent par une petite taille (6 millions d'euros de chiffres d'affaires pour 49 salariés) et des résultats comptables négatifs (- 3,2 % de rentabilité sur fonds propres). La forte vocation technologique des régions Midi-Pyrénées et Provence-Alpes-Côte d'Azur (31,9 % des sociétés financées sont technologiques contre 23,7 % en moyenne) explique ce constat.

La région « Centre-Rhône-Alpes » occupe la troisième place en termes de sociétés financées (277), mais la première en termes d'emplois (40 879 salariés) et de chiffre d'affaires.

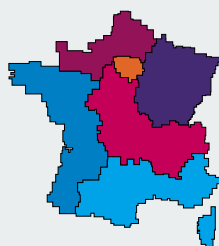
La PME moyenne se caractérise par une grande taille (16,1 millions d'euros de chiffre d'affaires, 148 salariés) et une rentabilité supérieure à la moyenne (8,5 %). Tous les secteurs d'activité sont présents dans la région.

Les sociétés financées dans les régions Nord et Est présentent globalement le même profil. De taille moyenne, elles sont fortement concentrées dans l'industrie (environ 45 %), notamment en sous-traitance, et très peu dans la technologie (15 %). Leur différence réside dans la rentabilité, relativement faible dans l'Est (3,4 %).

Enfin, la région Ile-de-France dispose paradoxalement de peu de PME financées : l'essentiel de ses structures de capital investissement présente un caractère national et n'est pas inclus dans cette étude. Le poids économique de la région ne se reflète donc pas dans ces chiffres.

La région accueille 12,2 % du nombre de sociétés financées par les ORCI, soit 193 entreprises qui réalisent 18,5 % du chiffre d'affaires total avec 20,2 % des effectifs (32 136 salariés) et 23,7 % des capitaux (1,298 milliard d'euros). Ainsi, les sociétés sont en moyenne de grande taille (17,7 millions de chiffres d'affaires et 167 salariés) et fortement capitalisées (6,7 millions d'euros de fonds propres par société). Leur rentabilité s'inscrit dans la moyenne nationale. La répartition par secteur montre une assez forte prédilection pour les activités de services et de technologie, ainsi qu'une très faible présence dans l'industrie.

Chiffres-clés des entreprises financées par grande région (en euros)



	Ile-de-France	Est	Ouest	Centre Rhône-Alpes	Nord	Sud Outre-mer
nombre	193	162	387	277	216	342
effectifs	22	27	12	16	15	12
capitaux propres	1 384 463	786 508	452 792	962 000	504 217	317 201
dettes LT	384 000	502 296	253 091	435 867	255 375	140 884
trésorerie	74 000	18 944	15 495	28 868	70 945	26 000
chiffre d'affaires	2 680 000	2 419 322	1 141 093	2 007 000	1 228 069	831 269
résultat d'exploitation	62 000	13 500	20 150	30 000	11 699	2 274
résultat net	38 102	25 118	15 111	27 768	20 873	1 470



Annexe - repères

Les secteurs d'activité agrégés

- Le secteur « technologie » regroupe les logiciels, l'informatique (services et matériels), les télécommunications (matériels et opérateurs), les services Internet, l'électronique, les médias, la biotechnologie et le médical.
- Le secteur « industrie » comprend les biens intermédiaires, les biens d'équipement, les biens de consommation, les transports, la chimie et les matériaux, l'agriculture et l'industrie agroalimentaire, les automatismes industriels et l'énergie.
- Les « services » réunissent le commerce et la distribution, les services financiers et les autres services.
- Le secteur « autres » comprend notamment le BTP.

La classification adoptée pour l'étude

Nous avons repris la segmentation des organismes de capital investissement régional adoptée depuis le millésime 2001 de notre étude afin de rendre compte de l'évolution du marché et de l'augmentation du montant des fonds gérés. Les organismes se répartissent ainsi :

- **les petits organismes : ils gèrent moins de 10 millions d'euros de fonds.**

Il s'agit d'organismes spécialisés dans le financement de PME et PMI en création ou en développement de moins de 7,6 millions d'euros de chiffre d'affaires, et nécessitant un apport en fonds propres de l'ordre de 30 000 à 150 000 euros. Ces organismes assurent aussi le financement des transmissions des petites entreprises.

- **les organismes intermédiaires : ils gèrent entre 10 et 35 millions d'euros de fonds.**

Ces organismes ont la possibilité de financer des besoins en fonds propres plus importants, de 150 000 à 1 million d'euros (leur permettant de couvrir tous les stades de développement de l'entreprise et notamment la transmission). Ces organismes investissent dans tout type de société quel que soit le secteur d'activité ou le stade de développement. Cette diversification du portefeuille est de nature à diminuer les risques financiers.

- **les organismes de grande taille : ils gèrent plus de 35 millions d'euros de fonds.**

Ces organismes peuvent être spécialisés sur un type d'investissement en fonction du stade de développement ou du domaine d'activité des projets. Ils ont en commun d'intervenir sur de gros montants d'investissement – plus de 300 000 euros – et d'exiger, de la part des entreprises qu'ils financent, des taux de rentabilité importants.

Des interventions à trois étapes de la vie des entreprises

Les opérations de financement en fonds propres ont été regroupées en fonction du stade de développement des sociétés financées.

- **Le capital création** inclut :

- l'amorçage, c'est-à-dire le financement destiné à une entreprise avant sa création ;
- la création proprement dite, y compris le tout début de son activité. Le financement est destiné au développement du ou des produits de l'entreprise en vue de la commercialisation ;
- la post-crétion. À ce stade, l'entreprise a déjà achevé le développement d'un produit et a besoin de capitaux pour en démarrer la fabrication et la commercialisation. Elle ne génère encore aucun profit.

- **Le capital développement** correspond à la phase à partir de laquelle l'entreprise a atteint son seuil de rentabilité et dégage des profits. Les fonds sont employés pour augmenter les capacités de production, la force de vente, développer de nouveaux produits, financer des acquisitions ou encore accroître le fonds de roulement.

- **Le capital transmission – LBO** regroupe les différents types de rachats d'entreprises, dont le rachat par les salariés. Les capitaux sont destinés à permettre l'acquisition d'une société déjà établie par la direction existante, ou par une nouvelle équipe, et par leurs investisseurs. Il peut aussi s'agir d'un financement visant à créer une société holding afin d'acquérir une ou plusieurs entreprises existantes, notamment dans le cadre de successions. On trouve également sous cet intitulé les opérations destinées à des redressements d'entreprises.

Les critères de performance

Taux de rentabilité interne (TRI) : Taux d'actualisation annuel pour lequel la valeur actualisée des flux positifs (revenus et montants des cessions ou valeur estimative) est égale à la valeur actualisée des flux négatifs (investissements).

Multiple de cession : Rapport entre la valeur de cession d'un investissement et sa valeur initiale.

Analyse géographique

Afin de rendre l'analyse géographique de la dernière partie plus lisible, les régions administratives ont été regroupées en six grandes régions :

Zone Nord : Basse-Normandie, Haute-Normandie, Nord-Pas-de-Calais, Picardie.

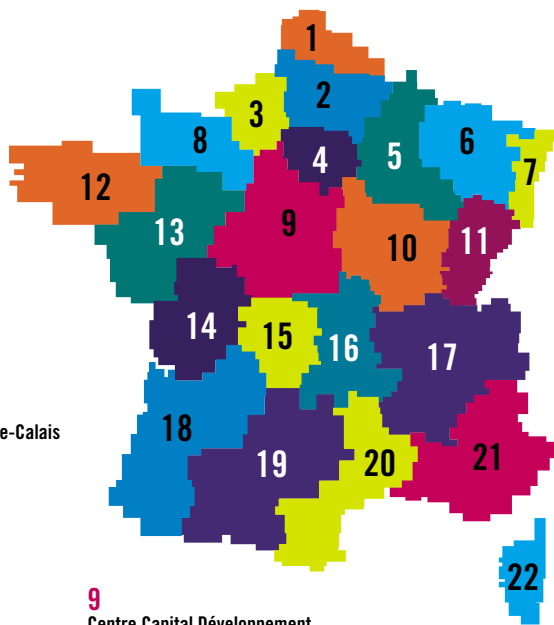
Zone Ouest : Aquitaine, Bretagne, Pays de la Loire, Poitou-Charente.

Zone Est : Alsace, Champagne-Ardenne, Franche-Comté, Lorraine, Bourgogne.

Zone Centre-Rhône-Alpes : Auvergne, Centre, Limousin, Rhône-Alpes.

Zone Sud-Outre-Mer : Corse, Languedoc-Roussillon, Midi-Pyrénées, Provence-Alpes-Côte-d'Azur, Outre-Mer.

Zone Ile-de-France : Ile-de-France.



1
Croissance Nord-Pas-de-Calais
Inovam
Nord Création
Nord Innovation
Participex
Siprex Nord I

2
Participex
Picardie Avenir
Picardie Investissement
Secant
Siprex Nord I

3
Normandie PME
Siprex Développement

4
Cap Decisif
Finavance Ventures 1
Fonds Croissance Innovation
Génopole 1er jour
IDFD
IDPC
IFCI
Siprex Développement

5
Champagne-Ardenne Croissance
Eurefi
IRPAC
Siprex Développement

6
Eurefi
ILP
Sadepar
Siprex Développement

7
Alsace Création
Siprex Développement

8
Normandie PME
Siprex Développement

9
Centre Capital Développement
Création et Croissance Centre
IDPC
Siprex Développement

10
IDEB
Siprex Croissance

11
Franche-Comté Expansion
Franche-Comté PME 2
Siprex Croissance

12
Bretagne Jeunes Entreprises
Bretagne Participations
Ouest Ventures
Sodero Participations

13
IDPC
Ouest Ventures
Pays-de-la-Loire Développement
Siprex Croissance
Sodero Participations

14
Expanso Capital
IDPC
ICSO'1
IRDI Midi-Pyrénées
Ouest Ventures
Poitou-Charentes Expansion
Poitou-Charentes Innovation
Siprex Croissance
Sodero Participations

15
ICSO'1
IRDI Midi-Pyrénées
Le Lanceur
Limousin Participations

16
Le Lanceur
Fonds Croissance Innovation
Siprex Croissance
SOFIMAC

17
Amorçage Rhône-Alpes
Finavance Ventures 1
Fonds Croissance Innovation
Le Lanceur
Loire Capital
Rhône-Alpes Création
Rhône-Alpes PME
Rhône Dauphiné Développement
Siprex Croissance
Sud Capital 1

18
Aquitaine Création Innovation
Expanso Capital
Herrikoa
ICSO'1
IDPC
IRDI Midi-Pyrénées
Sebadour Capital
Siprex Croissance
SOCRI

19
FAM
Filtarn
Finavance Ventures 1
ICSO'1
IRDI Midi-Pyrénées
MPC
SDD 65
Sebadour Capital
Siprex Croissance
SOCRI

20
Finavance Ventures 1
ICSO'1
IRDI Midi-Pyrénées
Siprex Croissance
Soridex
Sud Capital 1

21
Finavance Ventures 1
Fonds Croissance Innovation
Primaveris
Proencia
Samenar
Siprex Croissance
Sophia Euro Lab
Sud Capital 1

22
Femu Qui

Dom Tom
Alysé Venture
Alysé Participations

Fonds nationaux
dédiés aux PME régionales

EFI
Capital Régions
Avenir Entreprises Investissement
Avenir Tourisme

CDC PME
Tour Maine Montparnasse
33, avenue du Maine
BP 174
75755 Paris cedex 15
Tél : 01 58 50 71 71
www.cdcpme.fr