

Étude 2005

Le capital  
investissement  
régional



**Étude 2005**

Le capital  
investissement  
régional



# Sommaire

1

- 2 Chiffres clés 2004
- 3 Faits marquants 2004
- 5 Introduction - Méthodologie
- 6 Le marché du capital investissement régional en 2004
- 11 Analyse des investissements en 2004
- 20 Analyse des cessions et de la sinistralité en 2004
- 25 Analyse de la gestion des ORCI au 31 décembre 2004
- 30 Analyse de la rentabilité des organismes régionaux
- 37 Les PME soutenues par le capital investissement régional
- 43 Annexe - Repères

# Chiffres clés 2004

2

## Investissements de CDC Entreprises dans les organismes régionaux de capital investissement

- 53 sociétés de capital investissement régionales
- 21 FCPR régionaux
- 283 millions d'euros d'engagements cumulés à fin 2004
- 20 % : taux de participation moyen

## Portefeuille des organismes régionaux de capital investissement

- 1 399 M€ de fonds gérés dont 58,1 % dans des FCPR (49,6 % en 2003)
- 188,5 M€ de fonds levés (+ 34,8 %)
- 2 180 lignes suivies soit 1 823 entreprises en portefeuille
- 284 collaborateurs

## Activité 2004 des organismes régionaux de capital investissement

- 163 M€ investis dans des PME et PMI à travers 779 opérations (+ 7,2 %)
- Un ticket moyen par entreprise de 362,3 K€ (en baisse de 14 %)
- 450 entreprises ont bénéficié de ces financements dont 187 en création
- Capital transmission : 46 % du total des investissements
- Capital création : 15,7 % du total des investissements (+ 9 %) soit 41 % des PME financées
- 13,7 % : TRI brut investisseur des cessions totales
- 2,03 : multiple de cession
- 5,05 % : taux de rentabilité moyen des fonds propres des FCPR
- 3,11 % : taux de rentabilité moyen des fonds propres des SCR

# Faits marquants 2004

- **Le capital transmission est le moteur de la croissance des investissements**

Il s'agit du premier segment financé à hauteur de 75,1 millions d'euros. La transmission devient ainsi une priorité pour les organismes régionaux puisqu'elle représente 46 % des montants investis. Toutefois, cette évolution ne s'est pas faite au détriment de la création d'entreprises dont les investissements ont augmenté de 9 % en 2004. Ils représentent désormais 15,7 % des montants investis et 41 % des PME financées. L'activité du capital investissement régional reste très dynamique avec 163 millions d'euros investis dans 450 entreprises.

- **La levée des fonds a été très dynamique en 2004**

Le montant des fonds levés a atteint 188,5 millions d'euros contre 140,7 millions d'euros en 2003. L'action menée par CDC Entreprises a rendu possible la levée d'une grande partie de ces fonds dont plus de 100 millions d'euros vont être dédiés au financement des transmissions qui est une priorité affirmée du Programme PME Innovation de la Caisse des Dépôts. Après l'année 2000, il s'agit du deuxième meilleur millésime pour le capital investissement régional depuis 1996, année de notre première étude.

- **Les FCPR deviennent les principaux contributeurs au financement des PME régionales**

Pour la première fois, les montants des fonds gérés par les 21 FCPR ont dépassé ceux des 53 SCR. Ils représentent 58,1 % du total sous gestion contre 49,6 % en 2003. Il s'agit d'une forme d'investissement qui facilite la levée de fonds auprès des acteurs privés et permet ainsi d'accroître les fonds disponibles pour financer en fonds propres davantage de PME régionales.

- **La rentabilité des FCPR progresse et dépasse celle des SCR**

Malgré un portefeuille encore jeune (4 ans et demi en moyenne), les FCPR régionaux commencent à dégager une rentabilité (5,05 % en 2004) qui dépasse désormais celle des SCR (3,11 %), en baisse suite à la sortie d'IPO du périmètre de l'étude. La rentabilité de l'ensemble des ORCI demeure supérieure au rendement de l'OAT de référence à 10 ans (3,49 %).

- **La taille et la rentabilité des PME financées augmentent**

La situation financière des PME financées par les organismes régionaux s'améliore sensiblement en 2004. Ainsi, le chiffre d'affaires médian est porté à 2,3 millions d'euros et le résultat d'exploitation médian atteint 44 000 euros. Cette amélioration financière a un impact favorable sur l'emploi puisque l'effectif médian passe de 15 à 22 salariés. Les 1 328 PME étudiées emploient 140 000 salariés. Ainsi, les organismes régionaux confirment leur rôle déterminant dans le financement et le développement des petites PME en France.

# Introduction - Méthodologie

Cette étude est le résultat d'une enquête menée auprès des organismes régionaux de capital investissement et d'acteurs nationaux qui investissent dans des PME de taille régionale dont CDC Entreprises est actionnaire. Elle s'appuie, d'une part, sur un reporting trimestriel automatisé mis en place par CDC Entreprises et, d'autre part, sur la collecte d'un questionnaire diffusé en février 2005 auprès des organismes répertoriés.

Le périmètre de l'étude 2004 a été modifié par rapport à l'année précédente, suite à la cession de la participation de CDC Entreprises dans l'Institut de Participations de l'Ouest (IPO). L'impact de ce changement de périmètre est non négligeable pour l'étude régionale puisque cet organisme représentait en 2003 12 % des fonds gérés (165 millions d'euros), 20 % des montants investis (36 millions d'euros) et 72 % du résultat net (40 millions d'euros).

L'enquête se présente en quatre parties :

- **La première partie** dresse un panorama général de l'évolution du marché des organismes régionaux de capital investissement : levées de fonds, capitaux gérés, actionnariat.
- **La deuxième partie** présente l'analyse détaillée de l'activité des organismes régionaux en 2004 : 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 31/12/2004 dans le portefeuille des organismes. Elle présente une photographie 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 CDC Entreprises – FP Gestion (filiale à 100 % de CDC Entreprises), chargée notamment de la gestion du portefeuille régional, tient à remercier tout particulièrement les collaborateurs des organismes qui ont facilité l'élaboration de cette étude, par la qualité de leur reporting.

# Le marché du capital investissement régional en 2004

6

## Dynamisme des levées de fonds

Pour la troisième année consécutive, le montant des fonds levés par les organismes progresse (+ 34 % sur l'exercice). Il atteint 188,5 millions d'euros : 107 millions bénéficient à des organismes nationaux finançant des transmissions de PME régionales et 81,5 millions sont dédiés à des organismes régionaux. L'année 2004 constitue ainsi le deuxième meilleur millésime après l'année 2000 au cours de laquelle 271 millions d'euros avaient été levés.

La création de trois nouveaux fonds représente les deux tiers de ces montants. Deux organismes nationaux ont été financés en direct par CDC Entreprises (Avenir Entreprises 1 a levé 50 millions d'euros et Hexagone 57 millions) et un régional via le FCIR<sup>1</sup> (Galia Investissements 1 pour 15 millions d'euros). Ces fonds sont principalement dédiés au financement des transmissions des PME, qui est une priorité affirmée du Programme PME Innovation de la Caisse des Dépôts.

Par ailleurs, quatre autres fonds ont achevé leur période de souscription en levant 57 millions d'euros supplémentaires sur l'année 2004 : Finadvance Capital III, Ile-de-France Capital Investissement, Alysé Venture et Ouest Ventures.

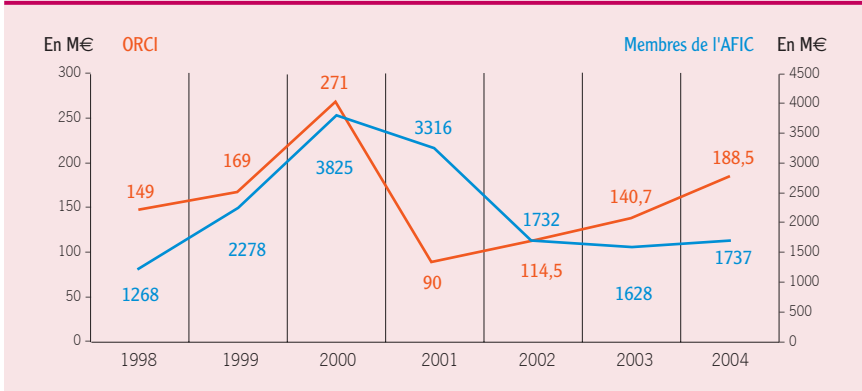
90 % de ces nouveaux financements sont destinés aux PME régionales industrielles et de services, en développement ou en transmission.

Les nouvelles levées de fonds se réalisent aujourd'hui presque exclusivement sous forme de FCPR (92 % des montants) dont les caractéristiques attirent les investisseurs privés.

---

1 Fonds pour le capital investissement régional, FCPR sponsorisé par CDC Entreprises et souscrit par le FEI et SanPaolo IMI.

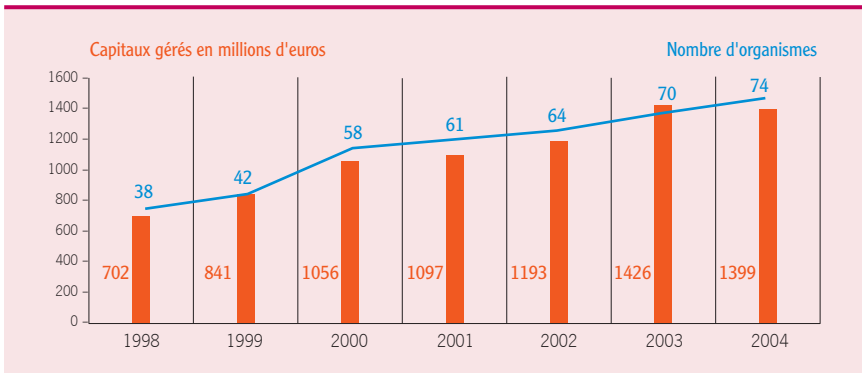
## Évolution des levés de fonds des ORCI et des membres de l'AFIC en France depuis 1998



## Stabilité des fonds gérés

Au 31 décembre 2004, les 74 organismes étudiés géraient un montant total de 1 399 millions d'euros, en baisse de 2 % par rapport à 2003 mais en hausse de 10,9 % à périmètre constant.

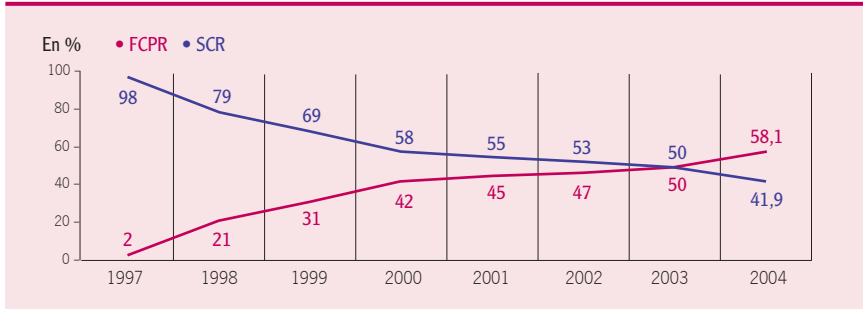
## Évolution des capitaux gérés et du nombre d'organismes depuis 1998



En six ans, la physionomie du marché régional s'est profondément modifiée. D'une part, le volume des actifs gérés a doublé, passant de 702 à 1 399 millions d'euros. D'autre part, le mode de gestion a sensiblement évolué au fur et à mesure de la montée en puissance des FCPR. Aujourd'hui, 58,1 % des fonds gérés le sont sous cette forme. C'est une évolution considérable par rapport à 1997 où les FCPR ne représentaient que 2 %.

Le succès rapide des FCPR s'explique notamment par leur liquidité et leurs modalités de gestion (indépendance de l'équipe, intéressement aux résultats) que privilégient les investisseurs privés.

### Évolution de la répartition des capitaux gérés entre FCPR et SCR



La structuration dépend fortement des montants gérés. En effet, 9 des 10 plus importants organismes sont gérés sous forme de FCPR. À l'inverse, on constate que la SCR demeure prédominante parmi les organismes gérant moins de 15 millions d'euros (5 FCPR pour 40 SCR), et est probablement plus adaptée.

## CDC Entreprises et les Caisses d'Épargne restent en tête des souscripteurs

- CDC Entreprises** conforte sa place de premier investisseur dans le capital investissement régional en 2004. Près de 46 millions d'euros ont été investis dans 15 opérations : 3 créations d'organismes (32 millions d'euros) et 12 opérations de renforcement du capital. En hausse de 12 % par rapport à 2003 (251 millions d'euros), les engagements de CDC Entreprises représentent aujourd'hui 283 millions d'euros, soit une part moyenne de 20 % dans les organismes régionaux. Cette part a quasiment doublé en 6 ans (11,8 % en 1999).
- Les Caisses d'Épargne** demeurent le premier contributeur privé du marché du capital investissement régional. Elles ont investi 36,8 millions d'euros dans les organismes de petite taille, 73 millions d'euros dans les ORCI intermédiaires et 96 millions dans les organismes de grande taille. Les autres établissements bancaires (groupes mutualistes essentiel-

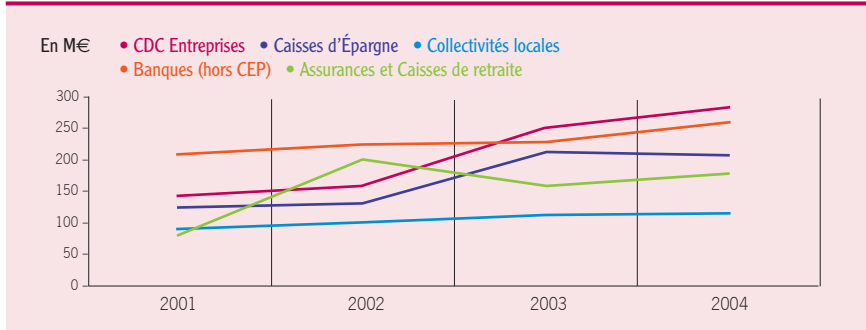
lement) augmentent leur participation avec 259 millions d'euros et représentent 18,4 % du segment.

- **Les sociétés d'assurances et les caisses de retraite** sont le troisième pourvoyeur de fonds avec 178 millions d'euros investis (+ 11,7 %), presque exclusivement à travers les grands organismes. Leur contribution qui était de 79 millions en 2001 s'est accrue au fur et à mesure du développement des FCPR.
- Le poids des **collectivités locales** dans le financement des ORCI a tendance à diminuer depuis 1997. Il était de 8,1 % en 2004. Néanmoins, contribuant pour un quart au financement des petits organismes, leurs investissements sont cohérents avec leur vocation de proximité. En effet, leurs investissements dans les structures de plus de 35 millions d'euros ont diminué de 24 % et augmenté de 15 % dans les petites structures de moins de 10 millions d'euros.
- La part des **industriels** continue de décroître assez fortement (8,7 % en 2002, 5,2 % en 2004).
- **L'appel public à l'épargne**, comprenant les personnes physiques, finance 3,8 % du capital investissement régional contre 3,4 % en 2003. À noter que ces chiffres n'intègrent pas les fonds d'investissements de proximité (FIP) qui ont drainé en 2004 des montants supérieurs (de l'ordre de 90 millions d'euros).
- **La part des autres souscripteurs** (sociétés de capital risque, organismes consulaires, investisseurs institutionnels internationaux) augmente de 7 %.

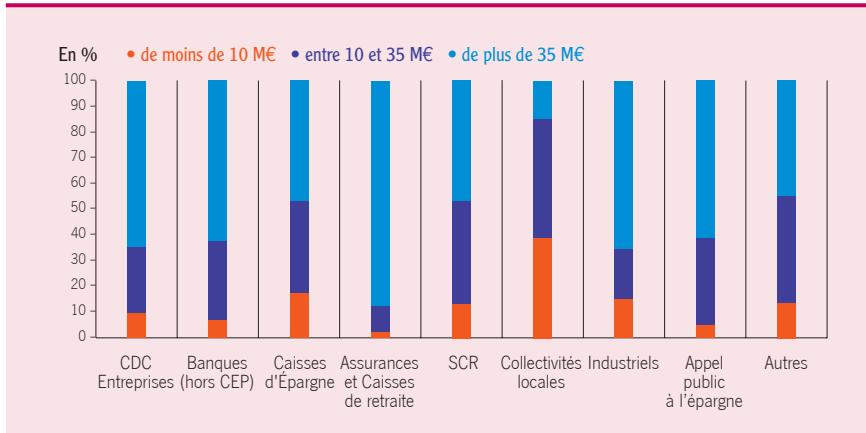
#### Actionnariat des organismes régionaux de capital investissement (en millions d'euros)

Année	2001	2002	2003	2004	%
CDC Entreprises	140	157,3	251	283,1	20,1 %
banques (hors CEP)	208	221,6	227	258,7	18,4 %
Caisses d'Épargne	123	128,7	211,5	205,8	14,6 %
assurances et caisses de retraite	79	199,4	159,5	178,1	12,7 %
SCR	93	98	127,7	150,5	10,7 %
collectivités locales	89	98	111,6	112,2	8 %
industriels	87	94,8	77,3	73,6	5,2 %
appel public à l'épargne	0	34,9	43,4	53,7	3,8 %
autres	152	52,8	83,9	90	6,4 %

## Évolution des principaux actionnaires des ORCI depuis 2001



## Répartition des montants investis par taille d'ORCI



# Analyse des investissements en 2004

11

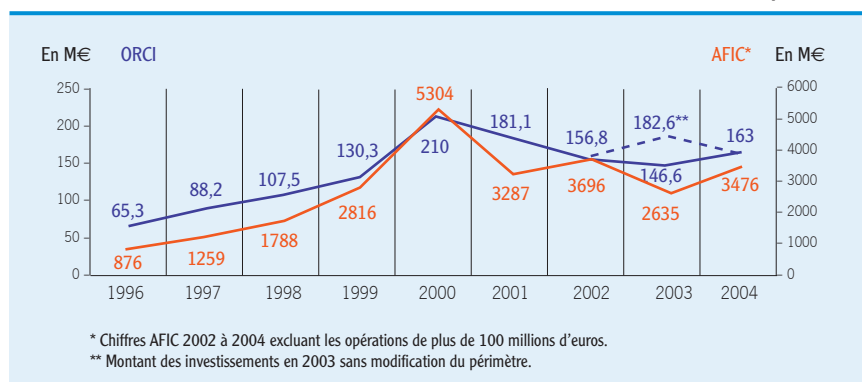
## Activité soutenue du capital investissement régional

Le flux d'affaires correspondant au nombre de dossiers reçus par les organismes a diminué de 7,3 % en 2004. Sur les 4 138 dossiers reçus, 18,4 % ont été présentés aux comités d'investissements et au final 11,7 % ont été financés (11,4 % en 2003).

Toutefois, l'activité d'investissement des organismes régionaux reste très dynamique avec 163 millions d'euros investis. À périmètre constant, les investissements réalisés augmenteraient de 11,2 %, sur un marché national également à la hausse (+ 32 % en valeur, source AFIC<sup>1</sup>).

Le nombre de PME financées a augmenté de 3,9 % en 2004 (450 contre 433 en 2003). Le montant moyen baisse de 14 % en raison de l'effet périmètre (362 300 euros contre 421 800 euros en 2003).

### Évolution des investissements annuels des ORCI et des membres de l'AFIC\* en France depuis 1996



1 Les chiffres AFIC excluent les opérations de plus de 100 millions d'euros.

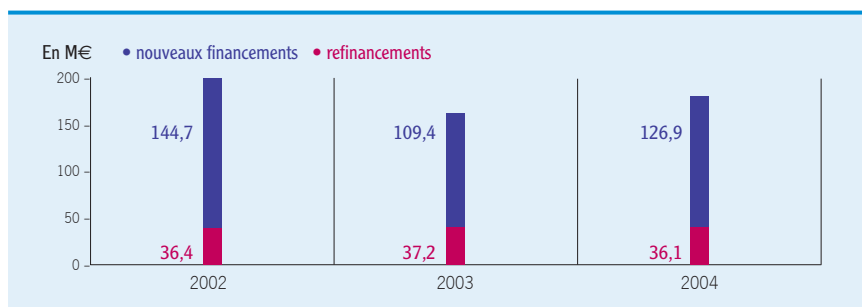
## Les nouveaux investissements en forte croissance

292 PME ont bénéficié d'un premier financement pour un montant total de 126,9 millions d'euros (+ 16 %) ce qui représente 78 % des montants investis. Une grande partie de ces sociétés n'auraient pu être créées sans l'appui des investisseurs régionaux.

12

Il est à noter que 43 % des refinancements permettent d'accompagner les tours de table successifs des entreprises en « post-crédation ».

### Répartition entre nouveaux financements et refinancements



## Part accrue des financements en actions

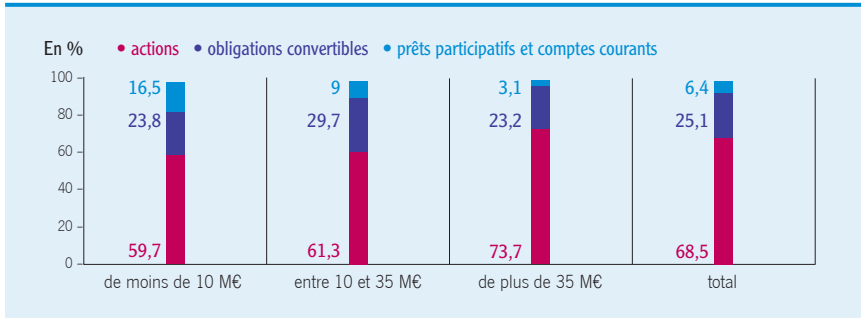
Les ORCI ont fortement augmenté leurs investissements en actions (+ 11,3 %) qui constituent toujours en 2004 le premier support avec 68,5 % des investissements. A contrario, la part des obligations convertibles a fortement diminué, passant de 34,7 % à 25,1 %.

Cette diminution s'explique en partie par le niveau des taux particulièrement bas qui favorise l'offre de crédit de la part des banques à des conditions qui peuvent être plus avantageuses que celles qui sont proposées par les organismes régionaux<sup>2</sup>.

La part des prêts participatifs et des comptes courants représente 6,4 % des investissements réalisés en 2004.

<sup>2</sup> La somme du taux d'intérêt et de la prime de non conversion est toujours supérieure à 8 % contre des taux d'emprunts bancaires inférieurs à 5 %.

## Modalités d'investissement par taille d'organismes



## Le capital transmission contribue significativement à la croissance de l'activité régionale

Le capital transmission est devenu la priorité des acteurs du capital investissement régional. En effet, pour la deuxième année consécutive, le capital transmission constitue le premier segment financé avec 46 % des montants investis soit 75,1 millions d'euros (à périmètre constant, l'augmentation serait de 24 %). 97 entreprises ont bénéficié de ces investissements.

La plupart des opérations réalisées étaient inférieures au million d'euros (77 sur 97) et ont donc financé de petites transmissions. 20 opérations ont dépassé le million d'euros en 2004, soit 69 % du montant total investi en capital transmission et une seule dépasse 5 millions d'euros. Ainsi, les organismes régionaux ont su adapter l'ingénierie financière propre aux opérations à effet de levier (LBO) à la taille de leur marché. Ils permettent ainsi aux fondateurs des petites entreprises qui ne trouvent pas de financement auprès des plus gros fonds de LBO de réaliser leur transmission avec de nouveaux partenaires.

## Le capital développement demeure le deuxième segment financé en montant

Les organismes régionaux ont financé 166 entreprises (+ 10,7 %) pour un montant total de 62,3 millions d'euros en capital développement soit 38,2 % du montant total des investissements. Le montant moyen unitaire s'élève à 375 600 euros.

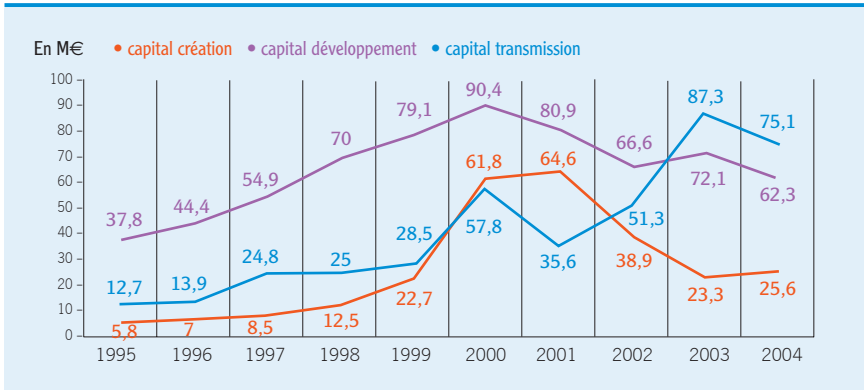
La diminution des montants investis s'explique en partie par une concurrence plus forte des établissements de crédit notamment concernant les taux de base consentis aux entreprises. À l'inverse, ces conditions financières sont bénéfiques aux montages des opérations de transmission en leur procurant un effet de levier plus important.

## La reprise du capital création se confirme au niveau régional

Le capital création, en légère reprise, occupe la première place en nombre d'entreprises financées avec 187 entreprises soit 41 % des projets financés.

Après l'engouement des années 1999-2001, puis la crise de confiance en 2002-2003, les montants investis en capital création/amorçage ont de nouveau augmenté (+ 9 % en 2004 soit 25,6 millions d'euros), confirmant au niveau régional la tendance observée au niveau national par l'AFIC. Le stade de la création qui représente 15,7 % du montant total investi commence à se relever de l'explosion de la bulle technologique.

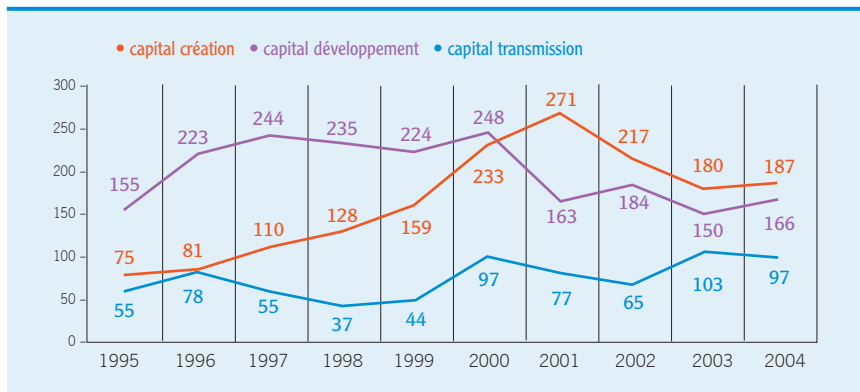
### Évolution des montants investis par stade de financement depuis 1995



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

Investissement moyen par entreprise (K€)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
capital création	97,7	142,8	265,2	238,4	179,3	129,2	137,1
capital développement	297,9	353,1	364,5	496,3	362	480,7	375,6
capital transmission	675,7	647,7	595,9	462,3	789,2	847,3	774,5
mojenne	268,8	305,2	363,3	354,4	336,5	421,8	362,3

## Évolution du nombre de sociétés financées par stade de financement depuis 1995



## Une spécialisation des organismes en fonction de leur taille

L'analyse des investissements par taille d'organisme montre clairement une spécialisation par stade de financement : les ORCI de grande taille financent principalement des opérations de transmission, ceux de taille intermédiaire interviennent majoritairement en développement, tandis que les ORCI de petite taille se consacrent prioritairement à la création.

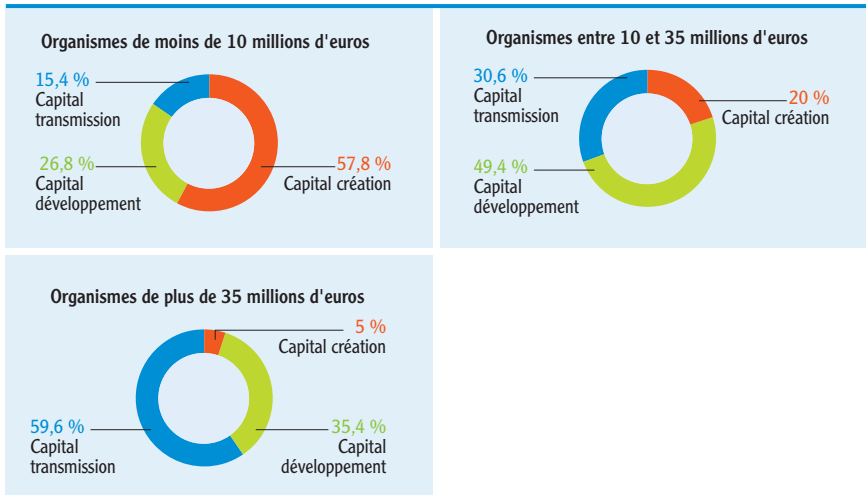
Le montant des investissements des ORCI de grande taille a atteint 97,7 millions d'euros en 2004. À périmètre constant, l'augmentation serait de + 10,7 %, vérifiant ainsi la tendance du marché. Ils réunissent près de la moitié de l'ensemble des investissements des ORCI et consacrent 60 % de leurs fonds au capital transmission. Ils disposent en effet d'une taille critique suffisante pour être en mesure de financer ce type d'opérations.

Les petites structures de capital investissement régional continuent à privilégier les investissements au stade de la création, en y consacrant 57,8 % de leurs investissements. C'est le segment le plus risqué mais pour lequel l'investissement initial peut être plus limité. Les montants investis par les ORCI de petite taille sont en hausse de 25,5 % à 20,2 millions d'euros pour un volume de 225 PME financées (contre 198 en 2003). Le ticket moyen augmente de 10,5 % (89 800 euros contre 81 300 euros en 2003), permettant ainsi de financer des projets plus importants ou mieux structurés.

Les ORCI de taille moyenne connaissent quant à eux un regain d'activité en 2004 (+ 7,4 %). Le capital transmission (+ 19 %) et le capital développement

(+ 8 %) profitent de cette hausse. Les investissements en capital développement représentent presque 50 % de leur investissement total (22,2 millions d'euros sur 45 millions d'euros investis).

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



### Évolution des investissements en montant et en nombre d'opérations en 2003 et 2004 par taille d'organismes

Organismes	Montants investis (en M€)			Nombre d'opérations		
	en 2003	en 2004	Évolution	en 2003	en 2004	Évolution
de moins de 10 M€	16,1	20,2	25,5 %	271	380	40,2 %
entre 10 et 35 M€	41,9	45,1	7,6 %	237	212	-10,5 %
de plus de 35 M€	124,6	97,7	- 21,6 %	219	187	- 14,6 %
<b>total</b>	<b>182,6</b>	<b>163</b>	<b>- 10,8 %</b>	<b>727</b>	<b>779</b>	<b>7,2 %</b>

## Les organismes régionaux participent largement au financement des projets technologiques

Après une baisse importante en 2003, les investissements dans les secteurs technologiques (45 millions d'euros) retrouvent leur niveau de 2002. Plusieurs facteurs expliquent ce constat. L'âge moyen des sociétés technologiques en portefeuille a tendance à augmenter depuis plusieurs années (40 % ont plus

de 10 ans et 75 % plus de 5 ans). De nombreuses PME créées entre 1998 et 2001 sont aujourd'hui financées en capital développement.

L'augmentation des investissements profite à l'ensemble des secteurs hormis le secteur industriel. Ce dernier demeure toutefois le premier secteur financé avec 66,4 millions d'euros et son poids relatif (41 %) est largement supérieur à sa part dans le PIB de la France (moins de 29 % en 2004).

Les investissements dans le secteur des services et de la construction sont stables à périmètre constant. Les ORCI de petite taille continuent à privilégier les investissements dans le secteur technologique (41 % des montants).

Les organismes de taille moyenne privilégient le secteur industriel (43 % des montants investis) qui est plus capitalistique et nécessite des investissements plus importants. Ils augmentent par ailleurs significativement la part des montants consacrés au secteur des services au détriment des technologies (29 % contre 13 % en 2003).

Les ORCI de grande taille quant à eux consacrent une part importante de leurs investissements au secteur industriel, particulièrement propice aux opérations de transmission et qui nécessite une capacité financière plus conséquente.

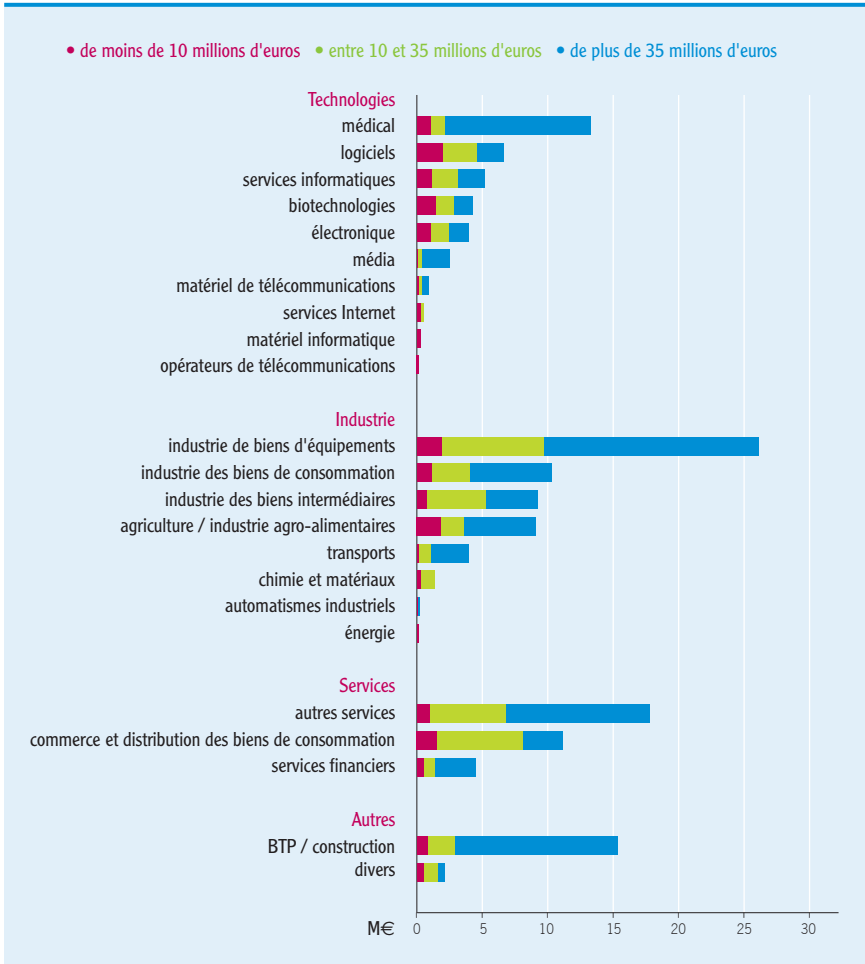
### Évolution des montants investis et du nombre de sociétés financées par secteur d'activité

Secteurs d'activité	Montants (en M€)			Nombre de sociétés financées		
	2003	2004	Évolution	2003	2004	Évolution
technologies	30,4	45,1	48,4 %	126	143	13,5 %
industrie	82,6	66,4	- 19,6 %	151	164	8,6 %
services	47,5	33,8	- 28,8 %	108	99	- 8,3 %
autres	22,1	17,7	- 20 %	48	44	- 8,3 %
<b>total</b>	<b>182,6</b>	<b>163</b>	<b>- 10,7 %</b>	<b>433</b>	<b>450</b>	<b>3,9 %</b>

### Évolution des montants investis en millions d'euros par secteur d'activité et taille d'ORCI

Secteurs d'activité	Organismes de moins de 10 millions d'euros			Organismes entre 10 et 35 millions d'euros			Organismes de plus de 35 millions d'euros		
	2003	2004	Évolution	2003	2004	Évolution	2003	2004	Évolution
technologies	7,2	8,3	15,3 %	14,4	9,4	- 34,7 %	8,8	27,4	211,4 %
industrie	5,3	7	32,1 %	16,7	19,3	15,6 %	60,6	40,1	- 33,8 %
services	3	3,4	13,3 %	5,4	13,3	146,3 %	39,2	17,1	- 56,4 %
autres	0,6	1,5	150 %	5,4	3,1	- 42,6 %	16	13,1	- 18,1 %
<b>total</b>	<b>16,1</b>	<b>20,2</b>	<b>25,5 %</b>	<b>41,9</b>	<b>45,1</b>	<b>7,6 %</b>	<b>124,6</b>	<b>97,7</b>	<b>- 21,6 %</b>

## Montants investis par taille d'organismes et par secteur d'activité en 2004



## Une relative déconcentration géographique des investissements

Il existe une très forte volatilité des investissements par région qui s'accroît d'année en année, indépendamment des effets de périmètre de l'étude. En effet, le montant de quelques opérations exceptionnelles peut faire varier très fortement la répartition des investissements par région d'une année à l'autre.

Les quatre premières régions financées reçoivent ainsi 47 % de l'investissement total, contre 54,1 % en 2003.

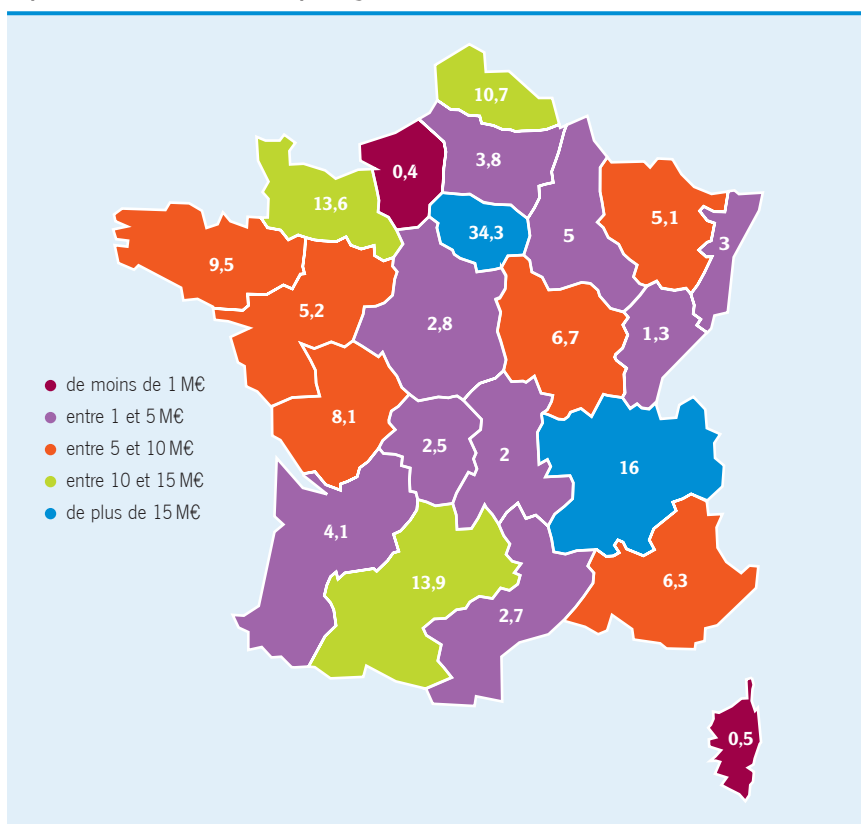
L'Île-de-France devient à nouveau la première région d'investissement avec 34,3 millions d'euros. Les investissements réalisés en région Rhône-Alpes, d'un montant de 30,3 millions d'euros en 2003, diminuent de près de moitié en 2004 (16 millions d'euros). Les régions Midi-Pyrénées et Basse Normandie complètent le quatuor grâce, notamment, à une opération de transmission exceptionnelle qui explique cette position atypique.

Le niveau d'investissement en Pays de la Loire diminue fortement en raison de la cession d'IPO, particulièrement perceptible dans cette région.

Enfin, les montants investis dans les DOM-TOM ont atteint 3,3 millions d'euros contre 5,7 millions d'euros en 2003.

Les investissements transfrontaliers représentent 3 % du montant total, essentiellement en Belgique et au Luxembourg.

Répartition des investissements par région (en millions d'euros)



# Analyse des cessions et de la sinistralité en 2004

20

## Le montant des cessions demeure à un niveau soutenu

Le montant total des désinvestissements a atteint 150,4 millions d'euros en 2004, en baisse de 26,8 % par rapport à 2003. Le montant des cessions totales baisse de 24 % (128,3 millions d'euros) et celui des cessions partielles<sup>1</sup> de 43 % (22,1 millions d'euros). À périmètre constant, le montant des cessions demeure stable (+ 0,1 %) à un niveau soutenu.

437 opérations de désinvestissement ont été réalisées, soit une hausse de 16 %, ce qui diminue le montant moyen des opérations de cessions à 344 000 euros contre 545 000 euros en 2003.

Le nombre de cessions totales passe de 172 en 2003 à 181 en 2004 (+ 5 %). Ainsi, le taux de rotation du portefeuille<sup>2</sup> s'établit à 8,2 %. Cette augmentation, constatée sur plusieurs exercices, est positive car une meilleure rotation des capitaux permet aux SCR de soutenir davantage de nouvelles entreprises et facilite les levées de fonds des FCPR. Malgré des cessions en augmentation cette année, ce taux demeure encore insuffisant pour pérenniser l'actionnariat des structures régionales de petite taille.

Le nombre de cessions partielles s'établit quant à lui à 256 opérations, en hausse de 24,9 % par rapport à 2003.

L'ensemble des cessions a généré 66,8 millions d'euros de plus-values nettes.

---

1 Les cessions partielles sont principalement (70 %) des remboursements ou des conversions d'obligations convertibles et comptes courants.

2 Rapport entre le nombre de cessions totales intervenues en 2004 et le nombre de participations présentes dans le portefeuille au 31 décembre 2003.

Malgré un volume de cession moindre (- 16 %), les ORCI de grande taille sont à l'origine de 31 % du nombre des cessions, de 64 % de la valeur d'acquisition des cessions et de 77 % des plus-values (51,5 millions d'euros).

Les ORCI de taille intermédiaire ont augmenté significativement leurs plus-values nettes à 12,3 millions d'euros (contre - 7,7 en 2003), ce qui est très positif. En revanche, le nombre d'opérations réalisées reste stable (115).

Fait encourageant, le nombre de cessions réalisées par les ORCI de petite taille a cru fortement en 2004 (187 opérations soit + 81 %). Parallèlement le montant des plus-values a plus que triplé d'une année sur l'autre (2,9 millions d'euros contre 0,8 en 2003). Ceci démontre le rôle essentiel joué par les petits ORCI et prouve qu'il est possible de dégager des plus-values sur des petites lignes à fort potentiel de croissance, signe de création de valeur et de bonne santé pour les entreprises cédées.

Les FCPR ont réalisé 23 cessions totales pour 53 millions d'euros, soit un taux de rotation du portefeuille de 9,2 %, avec un âge moyen relativement jeune (4 ans et demi). Il est à noter que les plus-values de cessions réalisées ont été multipliées par 10 en 2004 (26,7 millions contre 2,3 millions en 2003) suite à une cession exceptionnelle.

#### Cessions et plus-values réalisées en 2004

Organismes	Nombre de cessions	Montant initial de l'investissement (en M€)	Montant des cessions (en M€)	Plus-values nettes totales (en M€)	Plus-values réalisées en % des investissements initiaux
de moins de 10 M€	187	8,6	11,6	3	35 %
entre 10 et 35 M€	115	21,4	33,7	12,3	57 %
de plus de 35 M€	135	53,6	105,1	51,5	96 %
<b>total</b>	<b>437</b>	<b>83,6</b>	<b>150,4</b>	<b>66,8</b>	<b>80 %</b>
dont SCR	387	55,8	95,9	40,1	72 %
dont FCPR	50	27,8	54,5	26,7	96 %

## Une hausse des cessions industrielles

Les grandes tendances de 2003 se confirment en 2004.

Les opérations de LBO<sup>3</sup> demeurent en nombre le premier type de cessions

3 Y compris les LBO secondaires et les cessions à un autre organisme financier.

réalisé, malgré une baisse du montant global (71,7 millions d'euros cédés contre 86,2 en 2003).

L'activité se maintient grâce aux cessions industrielles dont le montant double d'une année sur l'autre (36,9 millions d'euros contre 16 en 2003) avec 30 % des plus-values totales réalisées.

Ces deux types de sortie représentent 76 % des cessions totales en montant.

#### Nombre et montant des cessions totales par type de sorties

Type de sorties	Nombre de cessions	Montant initial des investissements (en M€)	Valeur des cessions totales (en M€)	Plus-values réalisées (en M€)
LBO - personnes physiques	71	22,2	40,7	18,5
industriel	31	15,3	36,9	21,6
remboursement OC/CC	14	2,7	3,8	1,1
Bourse	8	6,8	11,6	4,7
autre organisme financier	20	13,8	31	17,3
divers	37	9,4	19	9,6
<b>total</b>	<b>181</b>	<b>70,2</b>	<b>143,1</b>	<b>72,8</b>

## Le TRI brut sur les cessions augmente à 13,7 %

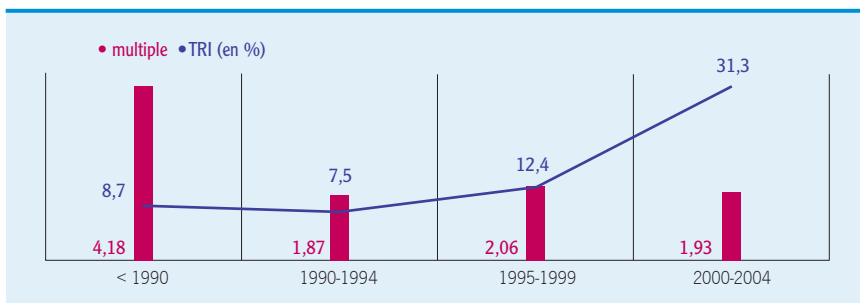
L'étude de la performance s'appuie sur deux indicateurs : d'une part, le taux de rentabilité interne (TRI) qui mesure la performance annuelle de l'investissement et d'autre part, le multiple de cession qui fait abstraction de la durée (rapport entre la valeur de cession et la valeur d'achat).

Le TRI brut des cessions 2004 s'établit à 13,71 % (12,48 % en 2003). En revanche le multiple de cession connaît lui une légère baisse passant de 2,4 à 2,03.

La décorrélation entre l'évolution du TRI et celle du multiple s'explique par un raccourcissement de la durée de détention des participations cédées. En effet, en 2004, la durée moyenne de détention des lignes a été ramenée à 5 ans et 6 mois contre 7 l'année précédente. Cette tendance s'explique par la hausse très nette de la part des FCPR dans notre portefeuille qui, selon une contrainte de liquidité, recherchent une rotation plus rapide de leurs lignes.

L'étude de l'évolution de la rentabilité selon le millésime confirme les observations précédentes. Sur la période 2000-2004, elle fait apparaître un TRI sur les cessions de 31,3 % dû à un petit nombre d'opérations exceptionnelles réalisées dans un délai très court.

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



## Une sinistralité en hausse

86 sociétés financées par les ORCI ont fait l'objet l'an dernier d'une procédure collective (60 en 2003). La valeur d'acquisition de ces sociétés est de 20,2 millions d'euros en 2004 contre 13,3 millions d'euros en 2003. Le taux de liquidation (rapport entre le nombre de sociétés liquidées et le nombre de sociétés en portefeuille) évolue ainsi de 2,7 % en 2003 à 4 % du portefeuille en 2004 mais reste malgré tout modéré.

L'impact des sinistres dans les comptes des ORCI est particulièrement important pour les organismes de taille moyenne. En effet, la valeur d'acquisition des sociétés liquidées sur ce segment en 2004 est supérieure de 108 % à celle de 2003 (9,6 millions d'euros contre 4,6).

### État des liquidations en 2004

Organismes	Valeur d'acquisition (en M€)		Nombre de sinistres		Sinistre moyen (en K€)	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
de moins de 10 M€	3,2	3,9	31	43	107	92
entre 10 et 35 M€	4,6	9,6	25	32	192	300
de plus de 35 M€	5,5	6,7	4	11	1 375	607
<b>total</b>	<b>13,3</b>	<b>20,2</b>	<b>60</b>	<b>86</b>	<b>222</b>	<b>235</b>

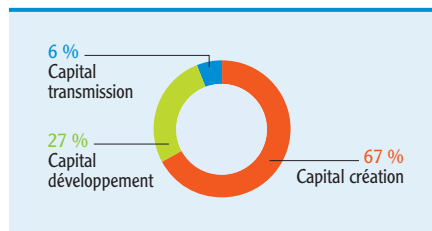
Le poids des liquidations représente 15,6 % de la valeur initiale de l'ensemble des sorties (cessions plus liquidations) contre 9,4 % en 2003.

Le stade de financement le plus touché par les sinistres est celui de la création (67 % des sinistres). Ceci s'explique par la forte présence sur ce segment des organismes de moins de 10 millions d'euros, plus exposés et ayant concentré leurs investissements dans les secteurs technologiques.

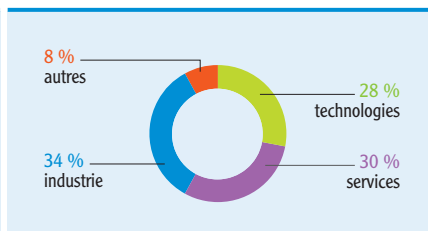
Les sociétés qui ont fait l'objet d'une liquidation en 2004 réalisaient un chiffre d'affaires cumulé de 142 millions d'euros et un résultat négatif de 26 millions d'euros.

Le taux de sinistralité (4 %) est indifféremment réparti sur les secteurs d'activité. En revanche, 50 % des montants investis dans les PME liquidées en 2004, le sont dans les secteurs technologiques (24 % pour l'industrie et 21 % pour les services).

**Répartition des liquidations par stade de financement**



**Répartition des liquidations par secteur d'activité**



# Analyse de la gestion des ORCI au 31 décembre 2004

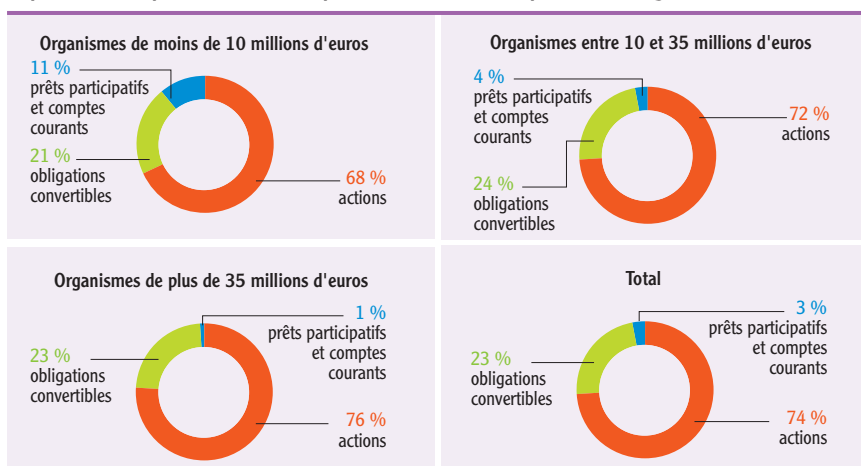
## Les actions plébiscitées pour financer les entreprises

Après une forte hausse en 2003 (+ 14 %), le portefeuille brut atteint 895,8 millions d'euros en 2004. À périmètre constant, il augmente de 2 %.

Comme l'année précédente, le portefeuille brut représente 72 % des fonds gérés. Sa composition est restée stable en 2004. Les montants investis en actions augmentent de 4 % (660 millions d'euros). Les actions restent le premier instrument d'investissement (74 %). Les obligations convertibles diminuent légèrement et représentent 23 % du portefeuille.

En revanche, les prêts et comptes courants, mal adaptés au capital investissement, diminuent fortement pour ne représenter que 3 % (4,5 % en 2003). Ce sont les organismes de petite taille qui y ont le plus recours (11 %).

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



## Baisse des plus-values latentes

Les plus-values latentes sont estimées à 74,9 millions d'euros en 2004, contre 111,2 en 2003. À périmètre constant, le montant des plus-values latentes est stable en 2004. Toutefois, leur poids diminue par rapport au portefeuille géré (8,4 % contre 10,9 % en 2003). Alors que les organismes de moins de 10 millions d'euros doublent leurs plus-values latentes (11,6 % contre 6,3 % en 2003), tout comme les ORCI de taille moyenne (4,1 % contre 2,3 %), celle des organismes de grande taille se réduit (9,7 % contre 14,6 %).

Cette évolution n'est pas surprenante dans la mesure où le poids des FCPR augmente dans le portefeuille. En effet, jusqu'à maintenant, les méthodes de valorisation des FCPR privilégiaient une approche prudente, valorisant peu les plus-values latentes. À noter qu'avec la mise en place des nouvelles normes IAS-IFRS et des recommandations de l'AFIC et de l'EVCA, les portefeuilles des FCPR doivent être valorisés à la valeur de marché ou à la « juste valeur »<sup>1</sup>.

### Plus-values latentes par taille d'organismes

Organismes	Plus-values (en M€)					% du portefeuille brut				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
de moins de 10 M€	8,8	5,2	5,9	5,2	11	16,4 %	7,3 %	8 %	6,3 %	11,6 %
entre 10 et 35 M€	36,5	17,1	9,4	5,6	10,1	22,2 %	8,3 %	3,9 %	2,3 %	4,1 %
de plus de 35 M€	133,1	71,8	117	100,4	53,8	33,3 %	15,5 %	21,8 %	14,6 %	9,7 %
<b>total</b>	<b>178,4</b>	<b>94,1</b>	<b>132,3</b>	<b>111,2</b>	<b>74,9</b>	<b>28,9 %</b>	<b>12,7 %</b>	<b>15,5 %</b>	<b>10,9 %</b>	<b>8,4 %</b>

## Stabilité du taux de provision

Malgré une conjoncture économique difficile, le taux de provision lié au risque de perte reste globalement stable en 2004, passant de 19,1 % en 2003 à 18,9 %. Au 31 décembre 2004, les ORCI ont provisionné 168,9 millions d'euros sur un total de 895,8 millions d'euros.

<sup>1</sup> La juste valeur correspond au montant pour lequel un actif peut être échangé entre des parties bien informées, consentantes, et agissant dans des conditions de concurrence normale, « Fair market value » (règle AFIC).

Ce taux augmente pour les organismes régionaux de moins de 10 millions d'euros (19,9 % contre 16,6 % en 2003) en raison d'un profil de risque supérieur à celui des ORCI de plus grande taille (taux de sinistralité plus élevé).

Les organismes intermédiaires voient leur taux s'améliorer à 22,2 % (24 % en 2003) tandis que celui des ORCI de grande taille reste stable.

Il est à noter que le taux de provision des FCPR augmente légèrement à 14,9 % contre 13,4 % en 2003.

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

Organismes	Portefeuille (en M€)		Taux de provision	
	brut	net	2003	2004
de moins de 10 M€	95,6	76,6	16,6 %	19,9 %
entre 10 et 35 M€	244,1	190	24 %	22,2 %
de plus de 35 M€	556,1	460,3	17,6 %	17,2 %
<b>total</b>	<b>895,8</b>	<b>726,9</b>	<b>19,1 %</b>	<b>18,9 %</b>
dont SCR	574,8	453,9	21,4 %	21 %
dont FCPR	321	273	13,4 %	14,9 %

Les prêts participatifs et les comptes courants constituent la classe d'actifs la plus provisionnée. Toutefois, alors que le taux de provision des actions reste stable sur la période (19,9 %), celui des prêts participatifs et comptes courants diminue à 22 % (25,4 % en 2003). Cette baisse est mécaniquement liée à la diminution des investissements en comptes courants.

Le taux de provision appliqué aux obligations convertibles, théoriquement moins porteuses de risque, est stable à 15,3 %.

#### Évolution du taux de provision par modalité d'investissement

Modalités d'investissement	Portefeuille (en M€)		Taux de provision			
	brut	net	2001	2002	2003	2004
actions	659,9	528,9	17,3 %	19,1 %	19,9 %	19,9 %
obligations convertibles	209,1	177,1	7 %	13,2 %	15,7 %	15,3 %
prêts participatifs et comptes courants	26,8	20,9	27,5 %	29,3 %	25,4 %	22 %
<b>total</b>	<b>895,8</b>	<b>726,9</b>	<b>16 %</b>	<b>18,7 %</b>	<b>19,1 %</b>	<b>18,9 %</b>

## Une capacité d'investissement significative

La trésorerie des organismes de capital investissement s'élève à 297,8 millions d'euros en 2004. Elle représente 1,83 année d'investissement.

Les organismes de petite taille disposent traditionnellement d'une trésorerie plus importante (3 ans et 8 mois d'investissement) que les organismes intermédiaires (1 an et 9 mois) et les organismes de grande taille (1 an et 5 mois). Le niveau de trésorerie des SCR (234,3 millions d'euros, soit 2 ans et 6 mois) a tendance à augmenter alors que celui des FCPR diminue (63,4 millions d'euros, soit 10 mois). Ce dernier intègre d'ailleurs en grande partie des remboursements de cessions qui ont fait l'objet d'une distribution aux souscripteurs au 31 décembre 2004.

Ces constats traduisent un cycle plus long d'investissement pour les SCR et un niveau de trésorerie excédant parfois largement les capacités d'investissement. À l'inverse, les FCPR limitent leurs appels de fonds pour optimiser leur TRI et réduisent ainsi leur trésorerie.

Les fonds disponibles (trésorerie disponible plus capitaux souscrits non appelés) demeurent très significatifs et représentent 653 millions d'euros soit 4 ans d'investissement contre 3,3 ans en 2003.

### Évolution des investissements, des cessions et de la trésorerie par taille d'organismes entre 2002 et 2004

Organismes	Investissements (en M€)			Cessions (en M€)			Trésorerie (en M€)		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
de moins de 10 M€	24,2	16,1	20,2	6,3	5,8	11,5	78,6	73,6	75
entre 10 et 35 M€	40,5	41,9	45	22,5	23,3	33,7	93	88,3	78,4
de plus de 35 M€	92,1	124,6	97,8	114,5	176,5	105,2	132,4	182,2	144,4
<b>total</b>	<b>156,8</b>	<b>182,6</b>	<b>163</b>	<b>143,3</b>	<b>205,6</b>	<b>150,4</b>	<b>304</b>	<b>344,1</b>	<b>297,8</b>

## Les effectifs restent stables en 2004

Les effectifs des ORCI se stabilisent globalement en 2004 à 284 salariés.

Cette stabilité est à rapprocher de l'évolution des portefeuilles bruts gérés (+ 2 % à 895,8 millions d'euros). Les investisseurs représentent 60 % des effectifs globaux (68 % dans les petits organismes, 50 % pour les organismes de plus de 35 millions d'euros).

Le montant géré par investisseur s'élève à 6 millions d'euros en baisse de 13,8 % consécutive au changement de périmètre.

#### Répartition des effectifs par nature et taille d'organismes

Organismes	Investisseurs	Administratifs	Total
de moins de 10 M€	48	22	70
entre 10 et 35 M€	64	34	98
de plus de 35 M€	59	57	116
<b>total</b>	<b>171</b>	<b>113</b>	<b>284</b>

Après plusieurs années de hausse et une stabilisation en 2003, l'évolution globale des effectifs contribue à la baisse du nombre de participations gérées par investisseur (13 contre 14 en 2003). Le suivi est toujours plus rapproché dans les équipes de FCPR avec 4,5 participations en moyenne par investisseur contre 17 pour les équipes de sociétés de capital risque. Cette constatation est liée à la gestion moins dynamique des SCR qui ne connaissent pas la même contrainte de liquidité que les FCPR.

Les ORCI de grande taille et de taille intermédiaire gèrent en moyenne 10 lignes contre 20 pour les ORCI de petite taille.

#### Capitaux gérés et activité 2004 par investisseur

Organismes	Gestion		Activité 2004	
	Capitaux gérés (en K€)	Nombre de participations (31/12/2004)	Montant investi (en K€)	Nombre d'opérations
de moins de 10 M€	3 046	19,8	424	8
entre 10 et 35 M€	4 288	10,5	709	3,3
de plus de 35 M€	10 823	9,9	1 657	3,2
<b>moyenne</b>	<b>6 018</b>	<b>12,8</b>	<b>958</b>	<b>4,6</b>

# Analyse de la rentabilité des organismes régionaux

30

## La rentabilité des FCPR dépasse celle des SCR

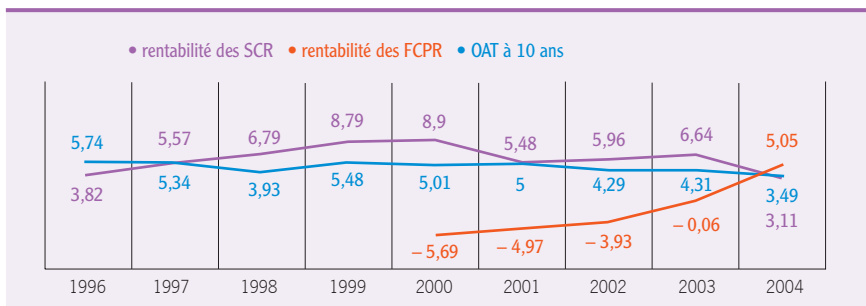
En 2004, la rentabilité des fonds propres de l'ensemble des ORCI (SCR et FCPR) s'est élevée à 3,75 % contre 4,75 % en 2003. La baisse s'explique par un effet de périmètre sur les SCR, dont la rentabilité passe de 6,64 % en 2003 à 3,11 % en 2004.

La rentabilité globale des fonds propres des ORCI demeure toujours supérieure au taux des emprunts d'État (OAT de référence à 10 ans, 3,49 %).

Pour la première fois, les FCPR régionaux ont dégagé une rentabilité supérieure à celle des SCR (5,05 % contre 3,11 %).

À l'équilibre en 2003, la rentabilité sur fonds propres des FCPR était négative en 2002 (- 3,9 %). Cette amélioration constante sur plusieurs exercices s'explique principalement par la maturité des FCPR dont l'âge moyen des lignes est de 4 ans et demi. La moitié d'entre eux a d'ailleurs cédé des participations en 2004. La rentabilité de ces derniers s'élève à 13,3 % en 2004.

Comparaison de la rentabilité des fonds propres des SCR, des FCPR et du rendement OAT à 10 ans (en %)



De fait, la courbe dite en « J » de la rentabilité des FCPR amorce son redressement en 2004. Si cette tendance se confirme en 2005, la rentabilité des ORCI devrait progresser dans les prochaines années compte tenu du poids croissant des FCPR dans le total des fonds gérés.

#### Évolution de la courbe en J des FCPR (base 100 en 1999)



## Résultats pro forma en hausse

Le résultat net de l'ensemble des ORCI atteint 38,4 millions d'euros en 2004. Il est nettement inférieur à 2003 en raison de l'impact de la cession d'IPO, dont le résultat avait été très important en 2003. On retiendra donc qu'à périmètre constant, le résultat net global 2004 représente plus du double de celui de l'année précédente (38,4 millions d'euros contre 15,4 millions en 2003).

## Compte de résultat agrégé des organismes (en milliers d'euros)<sup>1</sup>

Gestion du portefeuille	Total	De moins de 10 M€	Entre 10 et 35 M€	De plus de 35 M€
<b>1 gestion du portefeuille</b>				
<b>revenus courants</b>				
revenus des actions	11 176	616	1 812	8 748
revenus des obligations convertibles	11 584	1 242	3 567	6 775
revenus des autres créances	1 027	363	250	414
<b>total revenus courants</b>	<b>23 787</b>	<b>2 221</b>	<b>5 629</b>	<b>15 937</b>
<b>résultat sur opérations de cession</b>				
plus-values de cession	84 525	3 515	11 933	69 077
moins-values de cession	14 554	2 298	5 708	6 548
<b>total résultat sur opérations de cession</b>	<b>69 971</b>	<b>1 217</b>	<b>6 225</b>	<b>62 529</b>
<b>mouvements de provisions</b>				
dotation nette de provisions pour dépréciation des titres	25 219	4 705	10 719	9 795
dotation nette de provisions pour risques	560	247	61	252
indemnités de fonds de garantie	- 8 536	- 1 112	- 2 847	- 4 577
<b>total mouvements de provisions</b>	<b>17 243</b>	<b>3 840</b>	<b>7 933</b>	<b>5 470</b>
<b>résultat gestion du portefeuille</b>	<b>76 515</b>	<b>- 402</b>	<b>3 921</b>	<b>72 996</b>
<b>2 gestion de trésorerie</b>				
revenus courants	2 048	639	634	775
résultat des cessions	2 974	1 312	311	1 351
net de provisions pour dépréciation	501	29	144	328
<b>résultat gestion de trésorerie</b>	<b>5 523</b>	<b>1 980</b>	<b>1 089</b>	<b>2 454</b>
<b>3 coûts de fonctionnement</b>				
salaires traitements et charges sociales	11 634	2 645	3 978	5 011
autres achats et charges externes	32 460	4 454	8 391	19 615
impôts et taxes	907	252	431	224
dotations aux amortissements	225	91	111	23
production de services	608	414	76	118
subventions	1 152	928	224	0
<b>total coûts de fonctionnement</b>	<b>43 466</b>	<b>6 100</b>	<b>12 611</b>	<b>24 755</b>
<b>résultat courant</b>	<b>38 572</b>	<b>- 4 522</b>	<b>- 7 601</b>	<b>50 695</b>
divers exceptionnels	124	73	- 50	101
participation des salariés	159	0	0	159
impôt sociétés	182	77	11	94
<b>résultat net</b>	<b>38 355</b>	<b>- 4 526</b>	<b>- 7 662</b>	<b>50 543</b>

<sup>1</sup> 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'étudier la formation du résultat des ORCI selon leur taille.

## Des écarts de rentabilité significatifs selon la taille des organismes

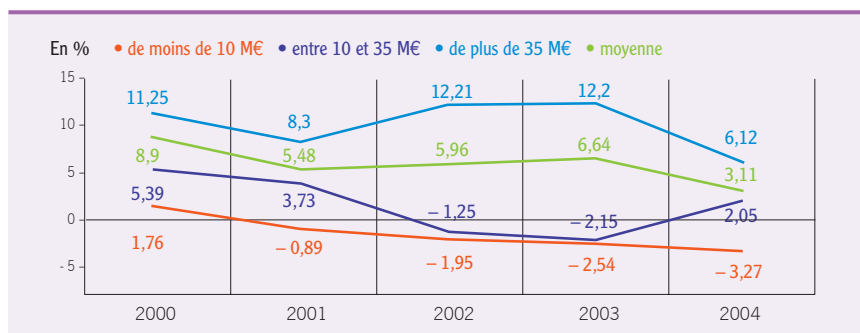
La volatilité des performances a fortement augmenté en 2004.

À périmètre constant, les organismes gérant plus de 35 millions d'euros ont réalisé de très bons résultats en augmentation de 8,4 %. Cette hausse s'explique par une forte croissance des plus-values de cessions de 31 %.

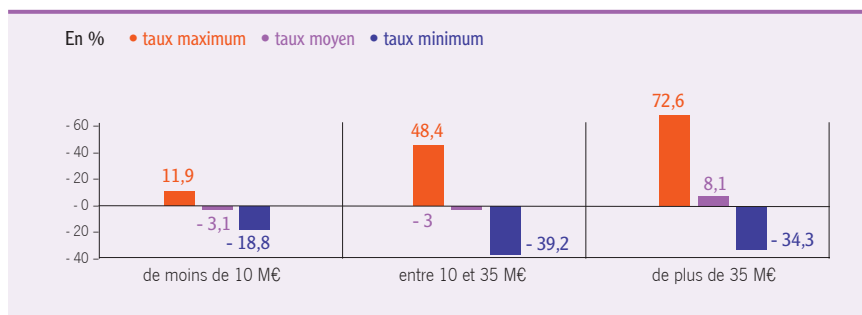
La rentabilité de l'ensemble des ORCI intermédiaires (FCPR + SCR) demeure négative (- 2,81 %). Elle s'explique d'une part, par le niveau faible des plus-values sur les opérations de cession et les coûts de fonctionnement qui sont à la hausse. D'autre part, trois organismes ont réalisé des pertes totales qui dépassent 7 millions d'euros. Un point positif : les dotations aux provisions sont en recul.

La rentabilité des ORCI de plus petite taille continue de se dégrader et enregistre une baisse de 3,1 % en 2004. Les dotations aux provisions (+ 16 %) et les coûts de fonctionnement (+ 9 %) expliquent ces mauvais résultats que n'a pas compensé la hausse des plus-values.

Résultat net sur fonds propres des SCR entre 2000 et 2004 par taille d'ORCI



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



34

De façon générale, on constate une très forte dispersion des rentabilités annuelles liée au caractère aléatoire des sorties. Cet aléa, propre au métier, explique également la forte dispersion des rentabilités des organismes entre eux. Le tableau des taux de rentabilité minimum, maximum et moyen par taille d'organisme en rend compte. Il permet également de constater que certains fonds de petite taille ou de taille intermédiaire réussissent à atteindre des niveaux de rentabilité significatifs.

## Les organismes de grande taille maintiennent la croissance de la rentabilité du portefeuille

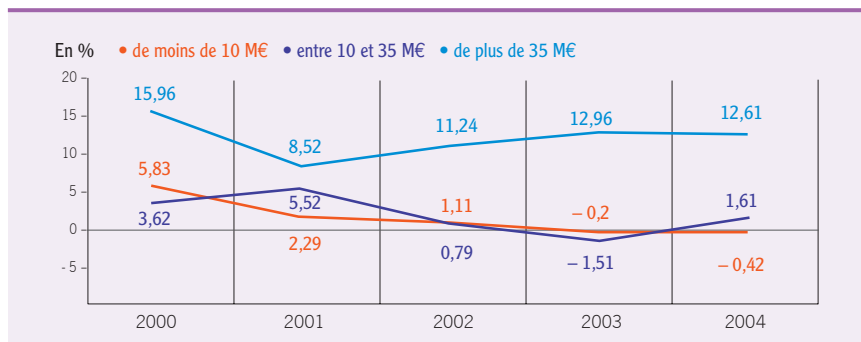
Le résultat du portefeuille global des ORCI atteint 76,5 millions d'euros en 2004. À périmètre constant cela représenterait 77 % d'augmentation. Les organismes qui gèrent plus de 35 millions d'euros sont à l'origine de cette performance (+ 12,61 % à périmètre constant), tandis que le résultat du portefeuille des ORCI intermédiaires redevient positif (1,61 % contre - 1,51 % en 2003).

Les revenus courants (dividendes et intérêts d'obligations convertibles essentiellement) augmentent de 17 % en 2004. Le rapport entre produits du portefeuille et portefeuille brut s'établit à 8,33 %.

L'amélioration du résultat du portefeuille provient également du solde des mouvements de provision qui a diminué de 25 %, sous l'impulsion des ORCI gérant plus de 10 millions d'euros. On peut constater que les ORCI de moins de 10 millions d'euros qui gèrent 10 % du portefeuille total concentrent 22 % des provisions.

Néanmoins, le résultat sur opérations de cession constitue le principal moteur de la croissance du résultat avec 70 millions d'euros. Les plus-values s'établissent à 84,5 millions d'euros et les moins-values à 14,5.

### Produit de portefeuille sur portefeuille brut par taille d'ORCI



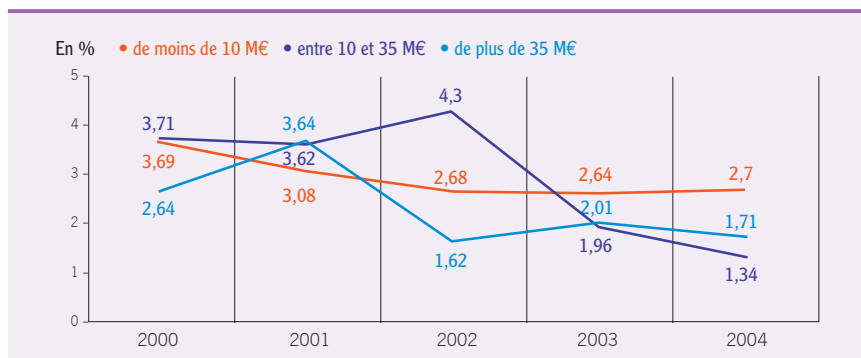
## La rémunération de la trésorerie à un niveau historiquement faible

Les produits de gestion de trésorerie diminuent une nouvelle fois de 12,5 % (5,5 millions d'euros contre 6,3 à périmètre constant en 2003), suivant ainsi la courbe des taux d'intérêt à court terme.

La rémunération moyenne de la trésorerie s'établit à 1,88 %.

Le résultat de la gestion de trésorerie ne représente plus que 15 % du résultat net global, contre plus de 30 % au début des années 2000.

### Produit de trésorerie sur trésorerie par taille d'ORCI



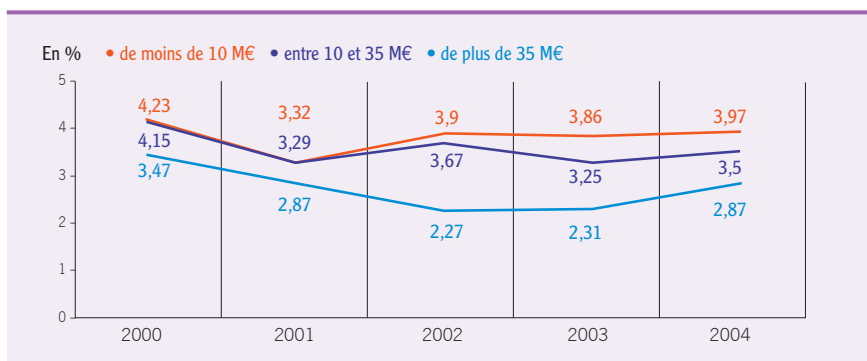
## Les coûts de fonctionnement repartent à la hausse

Après trois années consécutives de baisse, les coûts de fonctionnement ont fortement progressé en 2004 (+ 25 % à 43,5 millions d'euros). Ils s'établissent à 3,15 % des montants gérés contre 2,7 % en 2003. Cette hausse touche aussi bien les petits fonds (+ 8,7 %), les fonds intermédiaires (+ 10,2 %) que les fonds de grande taille (+ 18 %). Elle s'explique pour ces derniers par la création de nouvelles équipes et par le changement du périmètre de l'étude.

Les coûts de fonctionnement demeurent mécaniquement inversement proportionnels aux montants gérés (2,87 % pour les grands ORCI contre près de 4 % pour les plus petits).

Les coûts de fonctionnement sont de moins en moins couverts par les subventions publiques. En effet, celles-ci diminuent en 2004 (-14 %) pour les ORCI de petite taille (928 000 euros) et de 9 % pour les organismes intermédiaires (224 000 euros). Elles représentaient en 2000 près d'un tiers des coûts de fonctionnement contre moins de 14 % en 2004. Cette baisse met en évidence la nécessité pour les collectivités territoriales d'accroître sensiblement leurs aides aux organismes de proximité afin qu'ils soient en mesure de continuer à attirer des capitaux privés et à jouer leur rôle.

### Coûts de fonctionnement sur capitaux gérés par taille d'ORCI



# Les PME soutenues par le capital investissement régional

37

L'étude du portefeuille sous-jacent 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 74 organismes étudiés possèdent au 31 décembre 2004, 2 180 participations, avec une durée moyenne de détention en portefeuille de 4 ans et demi. Étant donnée l'existence de co-investissements entre les organismes, ces participations représentent in fine 1 823 entreprises différentes. L'analyse s'est basée sur un échantillon de 1 328 entreprises, excluant les PME créées en 2004, les sociétés holding et celles faisant l'objet d'une procédure collective.

## Les PME financées sont des entreprises de petite taille

Au 31 décembre 2004, ces 1 328 sociétés emploient 140 000 salariés, sont endettées à hauteur de 3,7 milliards d'euros et disposent de 4,5 milliards d'euros de fonds propres.

Il est intéressant de constater que la majorité des PME financées par les organismes régionaux sont de petite taille. En effet, 36 % d'entre elles réalisent un chiffre d'affaires inférieur à 1 million d'euros, 76 % à moins de 10 millions. 70 % des PME financées emploient moins de 50 salariés.

En moyenne, la PME financée par le capital investissement régional emploie 105 salariés, dispose de 3,3 millions d'euros de capital, est endettée à hauteur de 2,8 millions d'euros et possède une trésorerie de 0,7 million d'euros.

Elle réalise un chiffre d'affaires de 13,5 millions d'euros pour un excédent brut d'exploitation de 4,4 % et un résultat net positif de 1,6 % du chiffre d'affaires. Sa rentabilité moyenne sur fonds propres s'établit à 6,2 %.

Les PME restent très dispersées en terme de taille. Ainsi, les entreprises de plus de 500 salariés constituent 4,4 % de l'échantillon étudié, mais comptent pour 46,6 % du chiffre d'affaires global et 51,6 % des effectifs.

## Les résultats des PME financées s'améliorent considérablement

L'examen du chiffre des médianes (chiffre d'affaires, résultat d'exploitation, effectifs, etc.) est particulièrement intéressant car il permet de définir une PME « type » avec ses caractéristiques et d'en mesurer dans le temps l'évolution. Les données recueillies en 2004 montrent une amélioration très significative de la santé financière des PME financées : le chiffre d'affaires a augmenté de 71 % et le résultat d'exploitation a été multiplié par plus de deux en un an. On constate également une légère augmentation des fonds propres de 4,5 % et de 5 % de la dette. La trésorerie enregistre quant à elle une hausse très significative (+ 36 %).

Ces bons résultats ont permis aux PME d'accroître significativement leurs effectifs, le nombre de salarié médian passant de 15 à 22 soit une augmentation de 47 %.

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

Médiane	2003	2004
chiffre d'affaires	1 359	2 322
résultat d'exploitation	17	44
résultat net	17	20
fonds propres	599	626
dettes financières	280	293
trésorerie	33	45
effectifs	15	22

## La rentabilité des PME s'améliore en 2004

Les entreprises de moins de 50 salariés, globalement en perte en 2003, améliorent leur résultat en enregistrant une rentabilité positive (+ 0,4 %). Même si une part importante de ces PME, financées au stade de la création, est aujourd'hui plus mature, leur profitabilité reste faible.

## Répartition des PME financées par taille

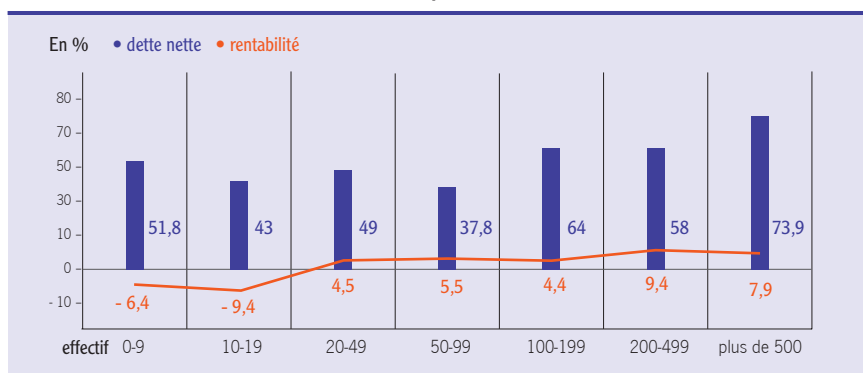
Taille des sociétés financées (en nombre de salariés)	Nombre de sociétés	Part dans l'échantillon	Nombre de salariés	Part dans l'échantillon	Chiffre d'affaires global (en M€)	Part dans l'échantillon
0-9	450	33,9 %	2 007	1,4 %	241	1,3 %
10-19	182	13,7 %	2 519	1,8 %	295	1,6 %
20-49	294	22,1 %	9 551	6,8 %	1 416	7,9 %
50-99	122	9,2 %	8 896	6,4 %	1 324	7,4 %
100-199	135	10,2 %	18 640	13,3 %	2 838	15,9 %
200-499	86	6,5 %	26 101	18,7 %	3 439	19,2 %
plus de 500	59	4,4 %	72 052	51,6 %	8 343	46,6 %
<b>total</b>	<b>1 328</b>	<b>100 %</b>	<b>139 766</b>	<b>100 %</b>	<b>17 896</b>	<b>100 %</b>

39

Les PME de l'échantillon qui comptent plus de 50 salariés voient leur taux de rentabilité diminuer légèrement à 7,5 % des fonds propres contre 9,2 % en 2003, notamment du fait du changement de périmètre.

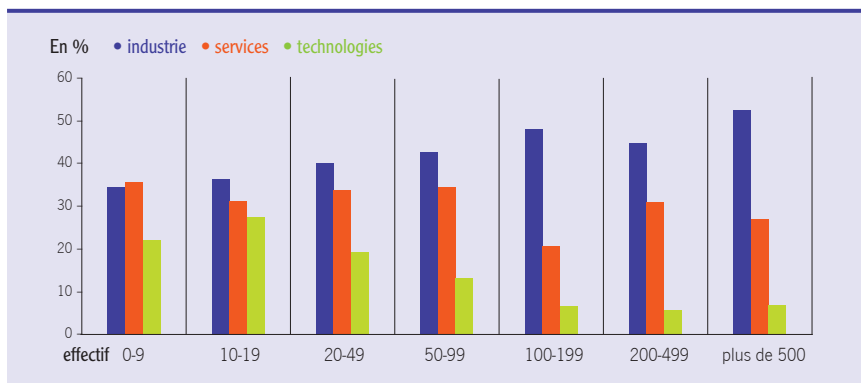
L'endettement net s'accroît (62 % contre 53 % en 2003). Il représente 49 % des fonds propres dans les sociétés de moins de 50 salariés et 65 % pour les sociétés de plus grande taille. En effet, ces dernières gardent une capacité de remboursement ainsi que des ratios d'endettement plus sécurisants pour les établissements de crédit. Alors que la dette diminue pour les PME de plus de 50 salariés (57 % des fonds propres dans la tranche 200-499 contre 67 % en 2003), les PME de petite taille ont augmenté leurs encours bancaires et profitent de la faiblesse des taux et d'une confiance accrue de la part des établissements de crédit.

## Rentabilité et endettement des PME financées par taille



On constate une augmentation généralisée de la productivité qui s'accroît quelle que soit la taille de l'entreprise et atteint 128 000 euros (119 000 en 2003).

## Répartition par taille et secteur d'activité



## L'industrie est le premier secteur financé

50 % du chiffre d'affaires total réalisé par les PME financées par le capital investissement provient du secteur industriel. Ces entreprises concentrent 52 % de l'emploi total et 43 % des montants investis (contre 47,8 % en 2003).

Le secteur industriel concerne principalement des PME de grande taille qui réalisent des résultats plus importants : 52,5 % des entreprises de plus de 500 salariés appartiennent à ce secteur. La rentabilité de celui-ci atteint 7,4 %.

Le secteur des services constitue le deuxième secteur financé par les ORCI en nombre de PME. Il représente 37,8 % du montant total investi au travers 428 entreprises, soit 32 % du nombre total. Pour mémoire, les ORCI ne finançaient que très peu de sociétés de services avant 2000. La rentabilité des PME de ce secteur atteint 5,6 % pour un chiffre d'affaires moyen de 11 millions d'euros. C'est un secteur très dynamique qui profite de perspectives d'évolutions importantes.

Le nombre de PME du secteur technologique a augmenté sensiblement en 2004 (+ 18 %) dans le portefeuille des ORCI. Il s'agit principalement d'entreprises de petite taille (moins de 50 salariés) financées en création qui emploient au total 10 357 salariés. La rentabilité négative de ce secteur (- 5,7 %) est due au risque plus élevé du segment de la création.

### 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	526	28	705 163	397 908	37 176	3 208 655	73 258	37 208
services	428	19	556 451	271 028	44 000	2 298 877	30 875	17 236
technologies	241	12	391 873	138 183	66 000	909 810	- 8 000	- 500
autres	133	65	1 371 467	484 337	41 485	7 733 308	143 953	99 000

## Des sociétés financées sur l'ensemble du territoire

41

La zone « Sud Outre-Mer » qui représente 18 % des investissements est la première zone d'investissement en nombre de PME avec 305 entreprises financées. Toutefois, on constate qu'il s'agit de PME de petite taille (6 millions d'euros de chiffre d'affaires pour 50 salariés) ce qui ne permet pas de dégager un taux de rentabilité élevé (+ 0,5 %). Cette situation peut s'expliquer par la part importante des montants investis dans les secteurs technologiques (27,4 % soit 21 millions d'euros) notamment en régions Midi-Pyrénées et Provence-Alpes-Côte d'Azur, dynamiques sur ces secteurs.

L'Ouest de la France représente 14 % des investissements, mais 21 % des PME financées (276), ce qui en fait le deuxième pôle régional. Les sociétés financées dans l'ouest se concentrent principalement sur le secteur industriel (42,8 %) et de services (33 %). Bien que ces PME soient de taille moyenne, leur chiffre d'affaires augmente de 20 % à 9,8 millions d'euros (8,2 en 2003) pour 72 salariés, ce qui permet de dégager une rentabilité supérieure à la moyenne (10 % contre 6,5 en moyenne).

Avec 226 PME financées, la zone « Centre Rhône-Alpes » se positionne à la troisième place, elle recueille 21 % des montants investis. La PME moyenne est de grande taille avec 16,5 millions d'euros de chiffre d'affaires pour 132 salariés ce qui est générateur d'un taux de rentabilité au-dessus de la moyenne à 7,62 %. Cette zone accueille principalement des PME du secteur industriel (43 %).

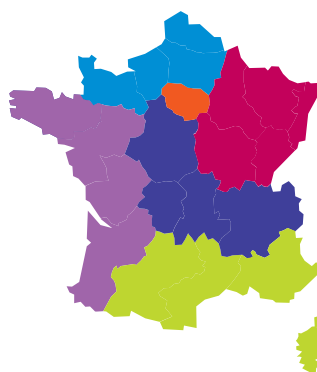
La zone du Nord représente 14 % des investissements et du nombre d'entreprises financées (194 PME). Elle est principalement investie dans les secteurs de l'industrie et des services. Il s'agit majoritairement de PME de grande taille avec 20,5 millions de chiffre d'affaires et 120 salariés. Elles réalisent en moyenne un taux de rentabilité de 7,6 %.

Le Nord a la particularité de rassembler les plus grosses PME du portefeuille : trois sur les cinq premières en montant de fonds propres et deux sur les trois premières pour le chiffre d'affaires, toutes dans le secteur de l'industrie. Enfin, il existe une très forte dispersion du chiffre d'affaires puisque l'on recense un nombre élevé de PME de petite et grande taille et très peu de taille moyenne.

La zone de l'Est accueille seulement 11,5 % du nombre total des sociétés financées par les ORCI, soit 152 entreprises et 10,5 % des investissements. Ces PME sont fortement concentrées dans l'industrie (52 % du montant total investi) et enregistrent une rentabilité au-dessous de la moyenne (6,3 %).

Enfin, la région Ile-de-France qui ne réunit que 12 % des PME financées (160), bénéficie toutefois de 21 % des capitaux investis par les ORCI ce qui en fait la région la mieux dotée avec la région Rhône-Alpes. C'est également en Ile-de-France que l'on compte le plus d'emplois (32 621 salariés). Ce chiffre s'explique par le poids important du secteur des services, grand pourvoyeur d'emplois et par la taille de ses entreprises dans cette région.

Les investissements en Ile-de-France se caractérisent principalement par les services (36 %) et l'industrie à égalité avec la technologie (25,6 %). Les sociétés sont en moyenne de grande taille (chiffre d'affaires à 23 millions d'euros pour 204 employés) et fortement capitalisées (6,8 millions d'euros). Toutefois, leur taux de rentabilité est légèrement inférieur à la moyenne nationale (5,4 %).



### Chiffres clés (médiane) des entreprises financées par grande région

	Ile-de-France	Est	Ouest	Centre Rhône-Alpes	Nord	Sud Outre-Mer
nombre	160	152	276	226	194	305
effectifs	26	42	20	23	24	14
capitaux propres	1 568 041	850 579	466 681	735 279	690 750	378 473
dettes LT	388 747	450 192	247 048	325 741	311 119	193 325
trésorerie	161 241	34 381	38 727	24 904	98 299	17 000
chiffre d'affaires	3 520 000	3 690 023	2 002 500	2 652 786	3 158 346	1 248 803
résultat d'exploitation	58 972	108 000	34 692	30 012	41 654	18 056
résultat net	35 000	45 249	20 274	18 131	21 586	6 555

# Annexe - Repères

## Les secteurs d'activité agrégés

- Le secteur des « technologies » 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 l'édition 2001 afin de rendre compte de l'évolution du marché et 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-création**. 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.

## Des comparaisons nationales européennes

Certains résultats de cette étude ont été comparés aux données présentées en 2005 par l'AFIC – Association Française des Investisseurs en Capital, créée en juillet 1984 pour représenter les professionnels du capital investissement en France – et par l'EVCA, European Private Equity & Venture Capital Association, son homologue européen.

## 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** : Centre, Auvergne, 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.

UNE FILIALE



CDC Entreprises – FP Gestion  
Tour Maine Montparnasse  
33, avenue du Maine - BP 174  
75755 Paris Cedex 15  
Tél. 01 58 50 71 73  
[www.cdcentreprises.fr](http://www.cdcentreprises.fr)