

# Sommaire

2 Édito

5 Chiffres clés au 31 octobre 2002

7 Historique

9 Stratégie d'investissement

11 Contexte et conjoncture

13 Cadrage de l'étude

15 4 ans d'activité du Fonds public et  
du Fonds BEI pour le capital risque

29 18 mois d'activité du Fonds de promotion  
pour le capital risque

34 Étude du portefeuille sous-jacent

44 Conclusion

L'étude que nous publions aujourd'hui rend compte de l'activité d'une série de fonds de fonds primaires dédiés au capital risque : le Fonds public, le Fonds BEI et le Fonds de promotion pour le capital risque.

Ils totalisent 287 M€ apportés par l'État (141), le FEI (95) et la CDC (50), et ont investi dans 27 fonds qui ont eux-mêmes investi dans 326 entreprises.

Ils ont été utiles au développement, puis au soutien du marché à un double titre :

- quantitativement, d'abord, en complétant, en renforçant et bien souvent en initiant des tours de tables qui sans ces apports auraient été plus réduits, et quelquefois difficiles à réunir.
- qualitativement ensuite, la CDC puis sa filiale FPCR gestion, qui a pris son relais en 2001, s'étant employées conformément à leur mandat à investir ces fonds de manière efficiente et professionnelle, avec l'objectif d'exercer un effet d'entraînement sur les investisseurs privés.

Ils constituent aussi un échantillon riche en enseignements sur une période particulièrement active, qui a vu le marché français changer de dimensions, mais aussi de méthodes avec un nouveau cadre juridique et fiscal, et accueillir de nouvelles équipes venant souvent de nouveaux horizons.

De ces enseignements, encore partiels – les premiers fonds souscrits commencent à peine à désinvestir - trois éléments fondamentaux méritent d'être soulignés, tout particulièrement dans une période de basses eaux conjoncturelles.

En premier lieu, le fait que bien que son volume ait quintuplé en quatre ans, le marché n'a manqué ni de projets, ni d'équipes. Si le retournement entraîne, comme c'est logique, des difficultés, elles ne sont pas plus graves que lors du retournement précédent et n'infirment pas la démonstration de l'absurdité d'un certain malthusianisme. Les capitaux appellent les projets, et suscitent les compétences, et non l'inverse.

En second lieu, le fait que le capital risque comporte des risques. Il est compréhensible que l'on s'en afflige lorsqu'ils se réalisent, mais déraisonnable d'y voir une anomalie ou un dysfonctionnement remettant en cause le capital risque lui-même. Au contraire, ce serait l'absence de risques qui signifierait que professionnels, investisseurs, acteurs de place, pouvoirs publics auraient eu tort de créer et développer un dispositif dont la fiscalité, l'organisation, les méthodes, les rémunérations n'auraient aucune justification si la conjoncture était toujours bonne, les opérations toujours rentables, les opérateurs toujours prospères.

Enfin, le fait que l'évolution des structures, des méthodes, des équipes doit se poursuivre, les très bonnes années récentes ayant constitué un réel progrès, mais pas un apogée. Plus que jamais il reste nécessaire de susciter, notamment dans nos laboratoires de recherche, écoles, universités mais aussi dans nos grandes entreprises par essaimage de nouveaux projets en plus grand nombre et de meilleure qualité, d'améliorer le savoir faire, les méthodes, la productivité, la sûreté de leur sélection et de leur accompagnement, d'assurer leurs débouchés en poursuivant les efforts engagés pour orienter l'épargne vers les entreprises.

Certes, la période est difficile, d'abord pour les entreprises elles-mêmes, ensuite pour les acteurs du capital risque, enfin pour les investisseurs. Elle n'est cependant que le point bas d'un cycle économique après lequel tout indique que la croissance du marché du capital risque reprendra.

Albert Ollivier  
*Président*





## Chiffres clés au 31 octobre 2002

### Investissements du Fonds public et du Fonds BEI pour le capital risque :

- **21** fonds souscrits
- montants engagés : **137 M€**
- montants souscrits : **111,8 M€**
- montants décaissés : **66,6 M€**
- souscriptions réunies par les 21 fonds : **827 M€**
- montants investis par les 21 fonds : **428 M€**
- portefeuille sous-jacent des 21 fonds : **306 sociétés**
- ticket moyen par entreprise : **1,4 M€**
- nombre de gestionnaires dans les 21 fonds : **84**

### Investissements du Fonds de promotion pour le capital risque :

- **8** fonds ayant fait l'objet d'une décision positive
- **6** fonds souscrits
- montants engagés : **82,5 M€**
- montants souscrits : **32,5 M€**
- montants décaissés : **9,2 M€**
- souscriptions réunies par les 6 fonds : **220 M€**
- montants investis par les 6 fonds : **18 M€**
- portefeuille sous-jacent des 6 fonds : **31 sociétés**
- ticket moyen par entreprise : **0,6 M€**
- nombre de gestionnaires dans les 6 fonds : **26**





# Historique

Le Fonds public pour le capital risque, doté de 91,5 M€, a été créé en mai 1998 par l'État qui en a confié la gestion à la Caisse des dépôts et consignations.

L'objectif de ce fonds était - et reste - de contribuer à augmenter l'offre de capitaux à risque au profit des jeunes entreprises innovantes en investissant, aux côtés de capitaux privés, dans des FCPR (fonds communs de placement à risques) gérés par des équipes professionnelles.

La Banque européenne d'investissement (BEI) a rejoint cette initiative en décembre 1998 avec la création du Fonds BEI pour le capital risque. Ce fonds, d'un montant de 45,7 M€, investit en parallèle du Fonds public et est géré par la même équipe.

Devant le succès et la montée en puissance rapide de ces fonds, l'État, la BEI et la Caisse des dépôts ont décidé, en juillet 2000, de prolonger cette initiative en créant le Fonds de promotion pour le capital risque, doté de 150 M€.

L'équipe de gestion de ces trois fonds est regroupée dans une société de gestion filiale à 100 % de CDC PME, FPCR Gestion, qui reçoit l'agrément COB en février 2001.

Le Fonds de promotion pour le capital risque a pris ses premières décisions d'investissement en mars 2001, à l'issue de la fin de période d'investissement du Fonds public et du Fonds BEI pour le capital risque.



## Stratégie d'investissement

Le Fonds public, le Fonds BEI pour le capital risque et le Fonds de promotion pour le capital risque totalisent aujourd'hui 287 M€ sous gestion. Leur politique d'investissement est de prendre des participations de 10 à 30 % dans des FCPR qui répondent aux critères suivants :

- consacrer plus de 50 % de leurs investissements à de jeunes sociétés innovantes françaises de moins de 7 ans et 75 % à des PME de l'Union Européenne ;
- atteindre un niveau de capitaux levés de 12 M€ au minimum ;
- être majoritairement d'origine privée, ne pas être détenu par un souscripteur majoritaire ni contrôlé par la Caisse des dépôts et consignations.

Les stratégies d'investissement de ces FCPR peuvent concerner l'ensemble des secteurs innovants. Néanmoins, une certaine priorité est donnée aux fonds ciblant des secteurs encore délaissés par les investisseurs privés, comme les sciences du vivant, l'électronique, les nouveaux matériaux ou l'environnement. L'objectif de ces fonds de fonds est ainsi de constituer un portefeuille équilibré, avec une répartition homogène des stratégies d'investissement des fonds entre ces différents secteurs innovants.

Une attention particulière est portée aux fonds levés par de nouvelles équipes, en constituant un portefeuille équilibré, d'une part, entre les jeunes équipes indépendantes et les équipes expérimentées, et, d'autre part, entre les équipes sponsorisées et celles qui ne le sont pas.

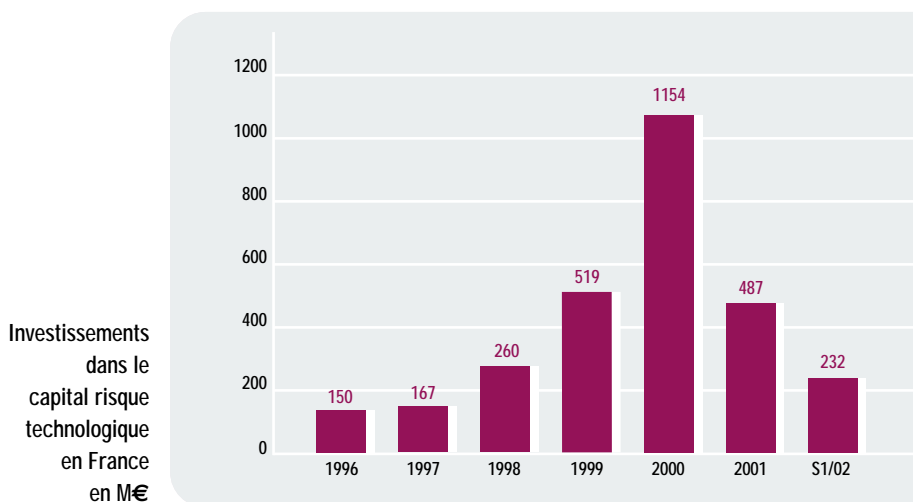
L'équipe en charge de ces fonds de fonds procède à une analyse détaillée des projets selon une méthodologie d'investigation et des critères de sélection rigoureux conformes aux normes de la profession.



## Contexte et conjoncture

Le capital risque reste peu développé en France et, plus largement, au niveau européen. En 2001, l'Europe a ainsi investi 0,04 % de son PIB dans le financement en fonds propres de jeunes entreprises technologiques durant les premières années de leur existence. Par comparaison, la même année, les États-Unis y ont consacré 0,12 % de leur PIB, soit trois fois plus.

Pourtant, entre 1998 à 2000, le capital risque a connu une très forte expansion avec une multiplication par quatre des montants investis, pour atteindre plus de 1000 M€ en France en 2000. Le niveau des investissements en 2001 et au premier semestre 2002 est revenu à celui de 1999.



Cette croissance rapide a été nourrie par des perspectives de sortie rapide à fort multiple, notamment dans les secteurs technologiques de l'Internet ou des réseaux mobiles haut débit. Cette spirale haussière, alliée à un brusque afflux de capitaux de la part des investisseurs, a entraîné une hausse déraisonnable des valorisations tant sur les marchés boursiers que lors des transactions sur des sociétés non cotées.

Une nécessaire correction s'est produite en Europe dès le début de l'année 2001, avec une intensité qui a surpris une bonne partie des acteurs. Cette correction a été amplifiée par un retournement du cycle économique et un début de crise financière. Elle risque de se transformer aujourd'hui en une crise plus profonde qui, si elle se poursuit, pourrait être dommageable au développement des jeunes entreprises technologiques et à la profession du capital risque.

En France, le niveau des investissements dans le domaine du capital risque technologique (y compris le capital amorçage) en 2001 et au cours du premier semestre 2002 est ainsi revenu à celui de 1999. Selon l'AFIC (Association française des investisseurs en capital), il est passé de 1 154 M€ en 2000 à 487 M€ en 2001, soit une baisse de 58 %. Au premier semestre 2002, le chiffre est comparable au deuxième semestre 2001, mais de 18 % en retrait par rapport au premier semestre 2001.

La situation n'est guère plus brillante aux États-Unis, où les chiffres du premier semestre 2002 font apparaître une contraction de 50 %, succédant à une baisse équivalente en 2001 par rapport à 2000.

Les capitaux levés par les fonds de capital risque (hors FCPI) sont également en recul du fait :

- de la perte de confiance vis-à-vis des valeurs technologiques de la part des investisseurs institutionnels,
- du retrait des industriels obligés d'opérer des recentrages stratégiques,
- et de la quasi-disparition des investisseurs personnes physiques fortement éprouvés par les pertes boursières.

Il est ainsi probable que très peu de nouveaux fonds seront levés en France en 2002 et 2003 dans ce domaine d'activité. Pourtant, du fait notamment de la forte baisse des valorisations des sociétés, cette période de bas de cycle sera sans doute favorable aux investisseurs avisés.

# Cadre de l'étude et définitions

## 1. Une étude publiée pour la première fois

Cette étude est le résultat de l'analyse de l'activité des fonds de capital risque français dont le Fonds public, le Fonds BEI et le Fonds de promotion sont souscripteurs. Elle présente les derniers chiffres connus au 30 septembre 2002.

Les résultats de cette étude, actualisée régulièrement, sont publiés pour la première fois. Mais ils ont déjà fait l'objet d'une présentation publique le 23 novembre 2001 avec les données disponibles à l'époque. On se référera dans la suite de ce document aux résultats présentés en novembre 2001 pour analyser les écarts et mesurer les évolutions.

À la date du 30 septembre 2002, les fonds de fonds gérés par FPCR Gestion ont souscrit à vingt sept fonds de capital risque gérés par vingt et une équipes de gestion différentes. On peut estimer que cet échantillon représente un peu moins de la moitié des équipes de gestion actives en France dans ce domaine et moins du quart des montants gérés car il exclut notamment les FCPI. Bien qu'elle ne soit pas exhaustive, cette étude peut néanmoins être considérée comme représentative des tendances du marché du capital risque en France.

**L'étude se présente en trois parties :**

- analyse de l'activité du Fonds public, du Fonds BEI et des fonds constituant son portefeuille ;
- analyse de l'activité du Fonds de promotion et des fonds constituant son portefeuille ;
- analyse du portefeuille sous-jacent du Fonds public, du Fonds BEI et du Fonds de promotion, c'est-à-dire 326 sociétés technologiques (après élimination des doublons).

## 2. Quelques définitions utiles

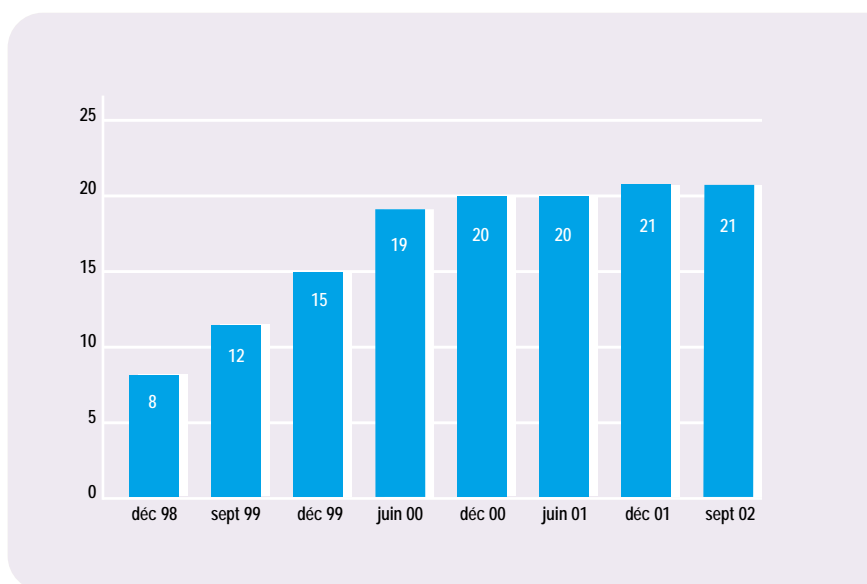
Pour la bonne compréhension des tableaux présentés dans cette étude, il est nécessaire de définir les concepts suivants :

- On appelle "**engagement**" des fonds gérés une décision positive d'investissement communiquée à une équipe de gestion, généralement en amont de la constitution du fonds. La décision d'engagement est prise par le comité d'investissement, dans la grande majorité des cas avant la constitution du fonds présenté.
- On dit qu'un fonds est "**constitué**" lorsqu'il a déposé son règlement auprès de la COB et que ses premiers investisseurs ont signé leurs bulletins de souscription et libéré le premier appel de fonds. C'est ce que l'on appelle le "**premier closing**". Certains fonds n'arrivent pas à réunir un nombre suffisant d'investisseurs pour réaliser ce premier closing. L'agrément de la société de gestion par la COB devient alors caduc et l'engagement est alors annulé (cinq cas depuis 1998).
- Chaque souscripteur signe un bulletin de souscription correspondant à son engagement, qu'il verse ensuite progressivement en fonction des appels de fonds faits par l'équipe de gestion pour financer les investissements dans les entreprises. Chaque souscripteur souhaitant augmenter son engagement peut, de plus, signer des bulletins de souscription successifs en fonction de l'arrivée de nouveaux investisseurs lors de "closings" ultérieurs (un fonds réalise en général plusieurs "closings" étalés sur 12 à 18 mois en fonction de l'arrivée de nouveaux investisseurs). On appelle "**montant souscrit**" le montant figurant sur les bulletins de souscription signés (cet engagement est irrévocable) et "**montant versé**" les montants effectivement payés à l'issue de chacun des appels de fonds.

On distingue donc en général les trois concepts de montant engagé, souscrit et versé. L'écart entre montant engagé et souscrit permet de mesurer la différence entre l'objectif de souscription de l'équipe de gestion et la réalité. Celui entre montant souscrit et versé, la rapidité de la réalisation des investissements effectifs dans les entreprises.

## Quatre ans d'activité du Fonds public et du Fonds BEI pour le capital risque

### 1. Un fonds de fonds totalement engagé au terme de sa période d'investissement



Nombre de  
fonds souscrits

Depuis leur création en 1998, le Fonds public et le Fonds BEI ont pris vingt six décisions d'investissement, qui ont abouti à vingt deux investissements effectifs. Après la cession de Sofinnova III en décembre 2000, le nombre de fonds en portefeuille s'élève à vingt et un, dont deux fonds complémentaires à des fonds existants, pour un total engagé de 137 M€. Le Fonds public et le Fonds BEI sont donc totalement engagés et leur période d'investissement a été clôturée le 31 décembre 2001.

## Caractéristiques des fonds souscrits

| Nom du fonds       | Taille (M€) | Création | Montant souscrit FPCR (M€) | Stratégie d'investissement   |
|--------------------|-------------|----------|----------------------------|--|
| Banexi Venture 2   | 61          | 31/7/98  | 3,8                        | Principalement électronique, matériaux et sciences de la vie   |
| Galileo II         | 76          | 3/9/98   | 6,9                        | Uniquement TIC   |
| Auriga I           | 65          | 15/12/98 | 6,8                        | Tous secteurs technologiques   |
| Siparex Ventures   | 61          | 21/12/98 | 7,2                        | Technologies de l'information, secteur médical, services   |
| Natexis Ventech    | 53          | 1/4/99   | 4,6                        | Tous secteurs technologiques   |
| Seeft Venture      | 23          | 30/6/99  | 3,9                        | Logiciels informatiques en phase d'amorçage  |
| Kairos             | 31          | 24/12/99 | 6,4                        | En majorité des logiciels  |
| FCI                | 25          | 27/12/99 | 6,1                        | Tous secteurs technologiques   |
| Trinova            | 19          | 7/4/00   | 4,2                        | Technologies de l'information, télécoms  |
| Ventech 2          | 112         | 31/7/00  | 12                         | Tous secteurs technologiques   |
| Sudinnova          | 33          | 7/9/00   | 6                          | Tous secteurs technologiques   |
| Finadvance         | 26          | 15/12/00 | 4,7                        | Tous secteurs technologiques   |
| ACE                | 40          | 28/12/00 | 7,2                        | Micro-électronique et technologies de l'information  |
| Convergent         | 20          | 5/4/01   | 3,5                        | Technologies de l'information, logiciels d'infrastructure  |
| Matignon           | 50          | 10/4/01  | 7,7                        | Tous secteurs technologiques   |
| EVF                | 18          | 7/6/01   | 4,7                        | Technologies de l'information  |
| Techfund           | 25          | 30/7/01  | 3,7                        | Technologies de l'information, télécoms  |
| Jet Innovation Sud | 15          | 31/7/01  | 3                          | Multimédia, informatique, biotechnologies, télécoms  |
| R Capital Techno   | 57          | 24/9/01  | 7,7                        | Réseaux haut débit, technologies de convergence IP et d'interconnexion des réseaux, e-Business et systèmes d'information |
| Ventech 1 bis      | 5           | 8/1/02   | 0,7                        | Refinancement de participations de Ventech 1   |
| Galileo II bis     | 12          | 29/4/02  | 1                          | Refinancement de participations de Galileo II  |
| <b>TOTAL</b>       | <b>827</b>  |          | <b>111,8</b>               |  |

## Répartition des équipes en fonction du soutien d'un sponsor

| ÉQUIPE                   | Équipe ancienne créant un nouveau FPCR            | Équipe ancienne prenant son indépendance dans le cadre d'un FPCR | Équipe nouvelle                                       |  |
|--------------------------|---|--|---|--|
|                          | Avec sponsor                                      | Sans sponsor   | Avec sponsor  | Sans sponsor   |
| FONDS                    | Banexi<br>Matignon<br>R Technologies<br>Ventech 2 | ACE<br>Auriga<br>Galileo<br>Galileo bis<br>Sudinnova<br>Techfund | FCI<br>Siparex Ventures<br>Ventech 1<br>Ventech 1 bis | Convergent<br>EVF<br>Finadvance<br>Jet Sud<br>Kairos<br>Seeft<br>Trinova |
| Capitaux souscrits en M€ | 280   | 251  | 144   | 152  |

Les sociétés de gestion des fonds en portefeuille du Fonds public et le Fonds BEI se répartissent de façon équilibrée entre :

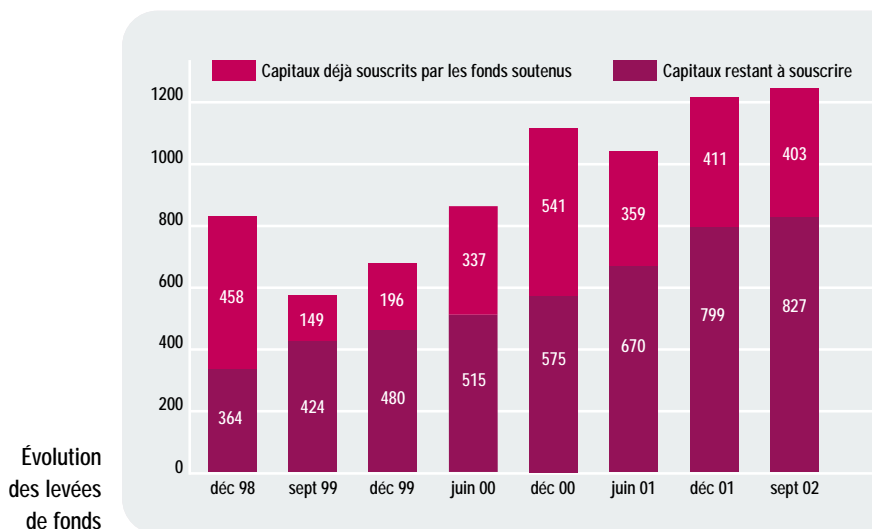
- d'une part les équipes anciennes, et les équipes nouvelles ou prenant leur indépendance (généralement d'un grand établissement financier),
- et d'autre part entre celles bénéficiant ou non du soutien d'un sponsor.

On constate également que :

- seules les équipes anciennes montant un second fonds ont particulièrement réussi dans leur levée de fonds, avec une taille moyenne de 84,5 M€,
- les équipes anciennes prenant leur indépendance sont en bonne position, avec une moyenne de levée de fonds de 42 M€.

## 2. Des levées de fonds assez rapides, mais sensiblement en deçà des objectifs

Les dates de création effective des fonds souscrits par le Fonds public ou le Fonds BEI se répartissent entre juin 1998 et le 31 décembre 2001.



Les fonds constitués en 1998 et 1999 ont atteint leurs objectifs de levée de fonds. Ceux constitués à partir de 2000 ont dû revoir à la baisse leur objectif de taille finale, notamment du fait de la désaffection progressive des investisseurs institutionnels envers le capital risque.

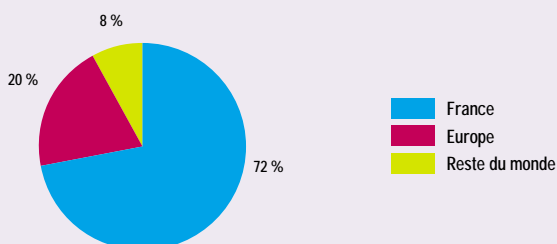
Seuls deux nouveaux fonds complémentaires - Galiléo II bis et Ventech I bis - ont été souscrits en 2002, du fait de la clôture de la période d'investissement.

Les montants souscrits n'ont augmenté que de 30 M€ depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2002, ce qui tend à prouver que les fonds qui n'ont pas encore terminé leur période de souscription (Convergent, R Capital Technologies, Techfund, Jet Innovation Sud) ont désormais du mal à trouver de nouveaux souscripteurs.

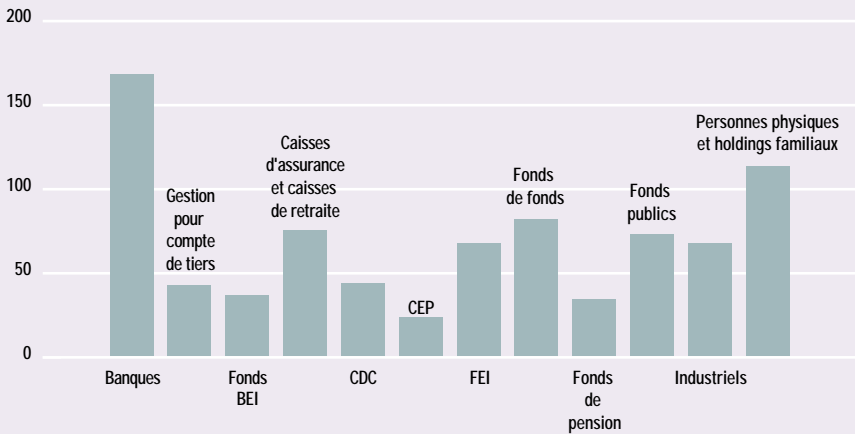
L'engagement total des fonds de fonds à hauteur de 137 M€ permettra aux FCPR financés de lever 1,2 Md€ de capitaux (effet de levier de 8,8). L'intervention du Fonds public et du Fonds BEI a ainsi pleinement rempli son objectif d'incitation des investisseurs privés à s'orienter vers le capital risque.

### 3. Des capitaux levés d'origine majoritairement française, où les compagnies d'assurances et les caisses de retraite sont encore peu présentes

Répartition géographique des capitaux



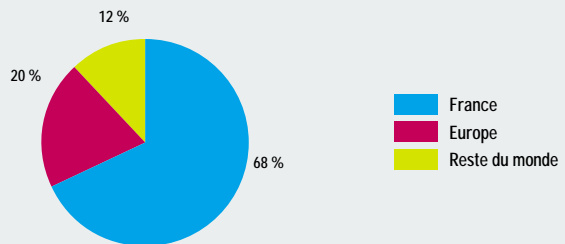
### Montant des capitaux par type d'investisseur



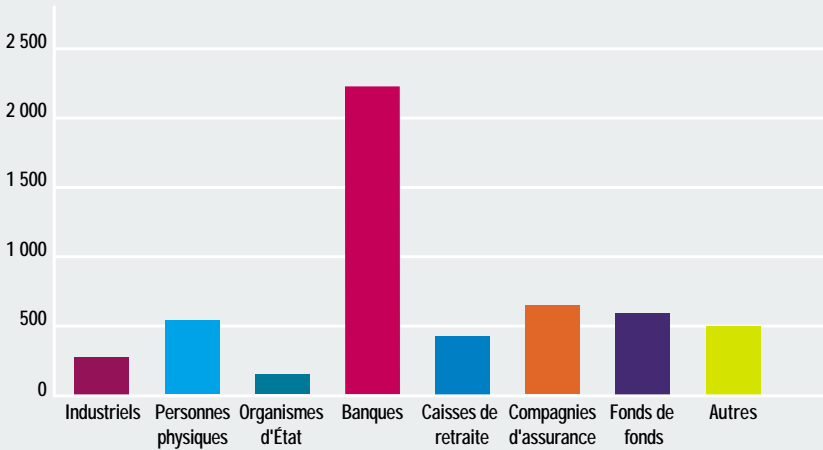
Plusieurs constatations peuvent être faites :

- les acteurs publics restent la première source de financement avec néanmoins un pourcentage moindre par rapport à 2001 (29 % en 2002 contre 40 % en 2001) ;
- les banques sur leurs fonds propres constituent des apporteurs de fonds significatifs (21 % en 2002) avec toutefois une substitution progressive de leurs engagements au profit de sociétés gestionnaires d'actifs pour compte de tiers ;
- la part des fonds levés auprès de personnes privées et des holdings patrimoniaux reste stable à 14 % ;
- La tendance est similaire pour les compagnies d'assurances et les caisses de retraite qui ne représentent toujours que 9 % des montants levés ;
- La part des financements étrangers est importante (28 %) et en croissance. Elle provient essentiellement des fonds de fonds et des fonds de pensions.

### Origine géographique des capitaux levés en France en 2001



Capitaux levés en  
capital investissement  
par type d'investisseur  
en 2001



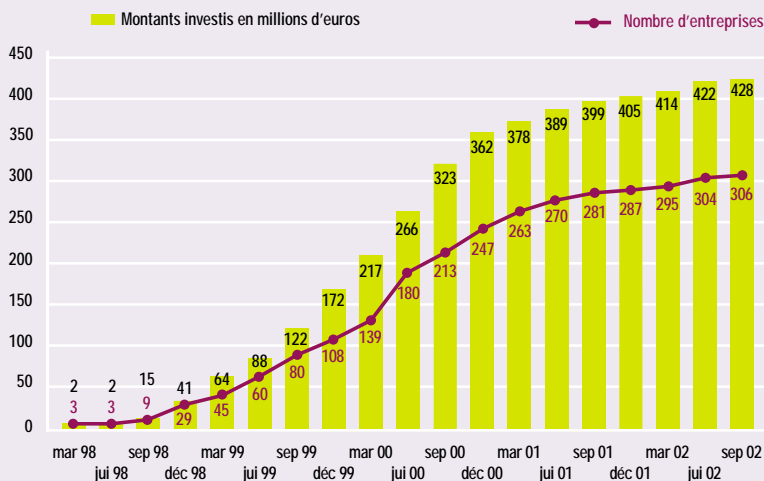
La comparaison avec les chiffres globaux du capital investissement en France en 2001 (chiffres AFIC) montre que :

- le secteur bancaire constitue le principal pourvoyeur de fonds avec une part de 44 %, sans toutefois pouvoir dissocier la part croissante des gestions pour compte de tiers ;
- les caisses de retraite et les compagnies d'assurances, qui préfèrent investir dans les stades moins risqués du capital-développement et du LBO, sont nettement plus présentes sur le segment global que sur le seul segment du capital risque,
- la part des personnes physiques est identique quelque soit le segment (12 %),
- les autres acteurs publics, qui axent leur stratégie sur les stades amont, sont effectivement moins présents sur le secteur global du capital investissement (4 % seulement).

## 4. Un rythme d'investissement fortement ralenti depuis 2001, dominé par les refinancements

Au 31 octobre 2002, les vingt et un fonds souscrits ont appelé 525,7 M€, soit près de 63,5 % de leurs engagements de souscription.

Évolution  
des capitaux  
investis  
dans les  
entreprises



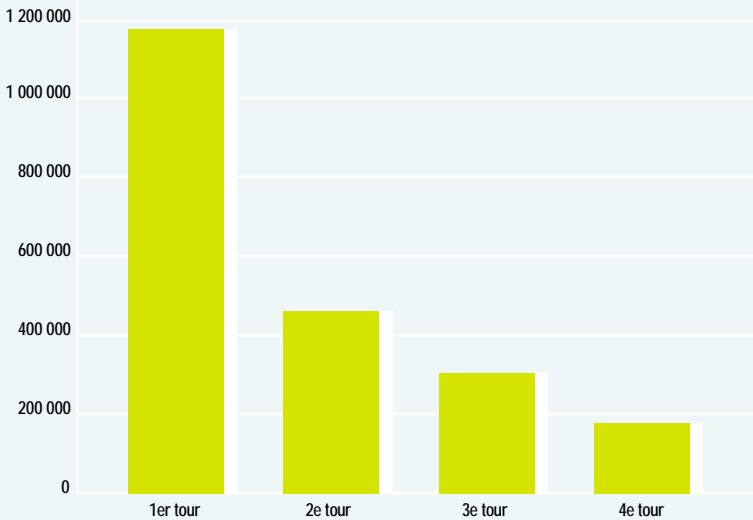
Ils ont investi 428 M€ dans trois cent six entreprises différentes, ont procédé à vingt neuf cessions et remboursé 99,5 M€ à leurs souscripteurs (soit 12 % de leurs engagements de souscription) dont 8,7 M€ au Fonds public et au Fonds BEI.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2002, les appels de fonds complémentaires n'ont représenté que 11,1 M€, ce qui témoigne du ralentissement de l'activité de ces fonds. En effet devant la montée des risques et des difficultés des entreprises de leur portefeuille, les équipes de gestion se consacrent principalement au refinancement des sociétés de leur portefeuille.

Quatre vingt cinq entreprises ont été financées en 2002 pour un montant total de 23 M€, dont seulement dix neuf nouvelles sociétés pour un montant de 15,3 M€ (il convient de noter néanmoins que sur les vingt et un fonds, huit ont terminé leur période d'investissement). Les refinancements sont donc effectués

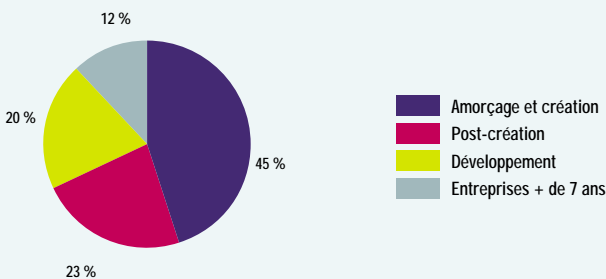
Investissement  
moyen  
en euros  
lors d'un  
tour de  
financement

pour de faibles montants, soit parce que les marges de manœuvre financières ou prudentielles des fonds sont limitées, soit parce que la visibilité n'est possible qu'à très court terme.



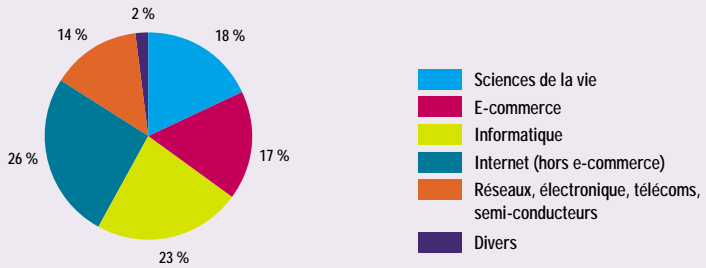
Le concours moyen par entreprise est de 1,4 M€ contre 1,3 M€ en 2001, cette augmentation provenant essentiellement de la multiplication des refinancements.

## 5. Des investissements majoritairement en création et post-crétion, avec une montée significative du secteur des sciences de la vie



Répartition des investissements par stade de développement

Répartition  
sectorielle  
des montants  
investis



68 % des investissements concernent des sociétés de moins de trois ans. Ce pourcentage n'a pas baissé par rapport à 2001, mais devrait ultérieurement diminuer du fait des refinancements après 3 ans d'existence.

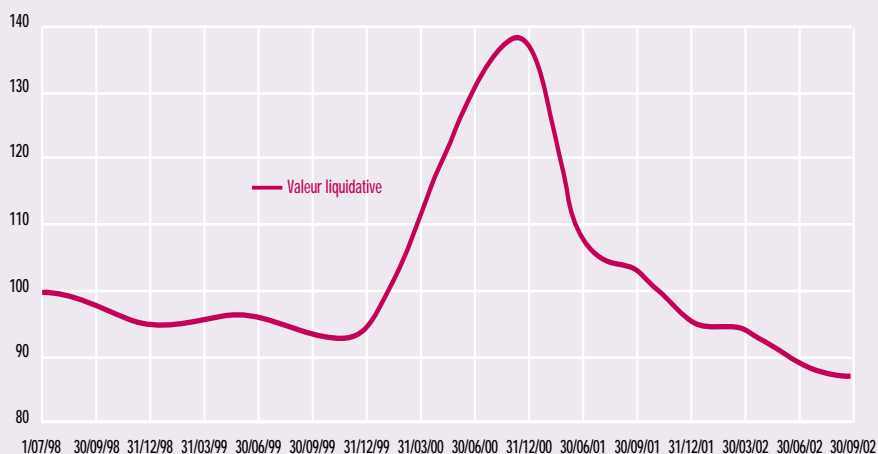
La répartition sectorielle des investissements montre toujours une prépondérance des sociétés liées à l'Internet bien que leur nombre relatif diminue du fait de la quasi-disparition de nouvelles entreprises dans ces secteurs.

En revanche, le nombre de sociétés des sciences de la vie augmente, leur pourcentage étant passé de 14 à 18 % en un an.

## 6. Une baisse sensible de la valeur liquidative des fonds public et BEI pour le capital risque

Le graphique suivant présente la valeur liquidative brute du portefeuille ; il ne tient pas compte de la commission de gestion ni des produits de trésorerie générés.

Valeur liquidative



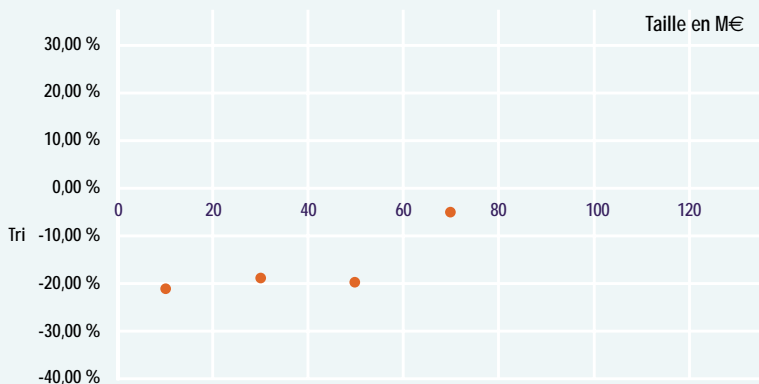
La baisse constatée s'explique, d'une part, par l'effondrement de la partie du portefeuille des fonds de sociétés introduites sur les marchés de valeurs de croissance, et, d'autre part, par la dégradation des perspectives économiques pour certaines des sociétés des portefeuilles non-cotés.

Après un sommet atteint au 30 juin 2000, la valeur liquidative (qui est le reflet exact des valeurs liquidatives des fonds du portefeuille) est en décroissance forte. Elle traduit les difficultés croissantes que rencontrent les entreprises sous-jacentes et le nombre élevé de dépôts de bilan.

La situation est cependant contrastée selon les fonds, les équipes de gestion et en particulier l'année de démarrage du fonds :

- les fonds les plus anciens (1998) ont des performances supérieures car ils ont pu réaliser des plus values avant le retournement de la conjoncture ;
- les fonds les plus récents devraient avoir une performance à terme correcte car ils commencent à investir dans une période où les prix sont redevenus faibles ;
- les fonds qui ont beaucoup investi sans réaliser de cessions en 1999 et 2000 auront probablement des performances médiocres même si des plus values ultérieures compensent, comme c'est généralement le cas dans les fonds de capital risque, les provisions et les moins values constatées au début de la vie du fonds.

État de la  
performance  
des fonds au  
30 juin 2002



Une certaine corrélation apparaît entre la performance des fonds et leur taille. Les fonds de petite taille ont en général de moins bonnes performances avec des TRI regroupés entre -15 et -30 %. En revanche les fonds de plus de 60 M€ ont un résultat plutôt satisfaisant, compte tenu de la conjoncture dégradée. Néanmoins, ces résultats peuvent évoluer significativement en raison du jeune âge de certains fonds.

## Évolution comparative de la valeur liquidative



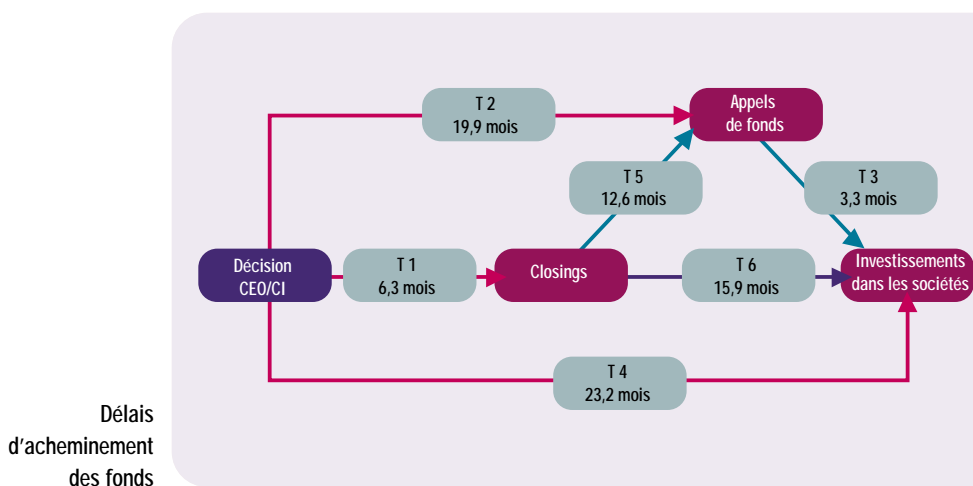
Au total, la valeur liquidative s'établit au 30 juin 2002 à 89 sur une base 100 de départ. Cette moins-value doit être relativisée si on la compare à la chute de tous les indices boursiers sur la même période (-60 % pour le Nouveau Marché, -23 % pour le Nasdaq). Par ailleurs, l'étalement dans le temps des périodes d'investissement des fonds financés permet d'espérer, à moyen terme un retournement de la tendance.

À court terme, en revanche, la valeur liquidative pourrait continuer à baisser si la reprise économique et boursière tardait encore à se manifester.

## 7. Des délais d'acheminement des fonds dans les sociétés sous-jacentes conformes aux pratiques de la profession

Par construction, les fonds de fonds cumulent les délais des fonds sous-jacents propres d'une part à leur construction et à leur levée de fonds, et d'autre part à la réalisation progressive de leurs investissements dans les entreprises.

Le graphique suivant présente les différentes périodes caractéristiques d'un fonds de fonds, à savoir les délais d'acheminement d'un € dans les fonds, puis dans les sociétés sous-jacentes. Seuls ont été retenus les huit fonds de notre portefeuille ayant terminé leur période d'investissement et appelé plus de 80 % de leurs engagements de souscription.



Les périodes calculées correspondent à des délais moyens pour certains pondérés par les montants relatifs. Sont ainsi calculés :

- **T1** : le délai moyen non pondéré entre la décision d'investissement par le comité d'investissement du fonds de fonds ("l'engagement") et les différents closings effectifs,
- **T2** : le délai moyen pondéré d'appel des engagements de souscription après la décision du CEO,
- **T3** : le délai moyen pondéré d'investissement des fonds appelés dans les sociétés sous-jacentes,
- **T4** : le délai moyen pondéré d'investissement des fonds engagés par le FPCR,
- **T5** : le délai moyen pondéré d'appel des engagements de souscription au fur et à mesure des closings successifs.

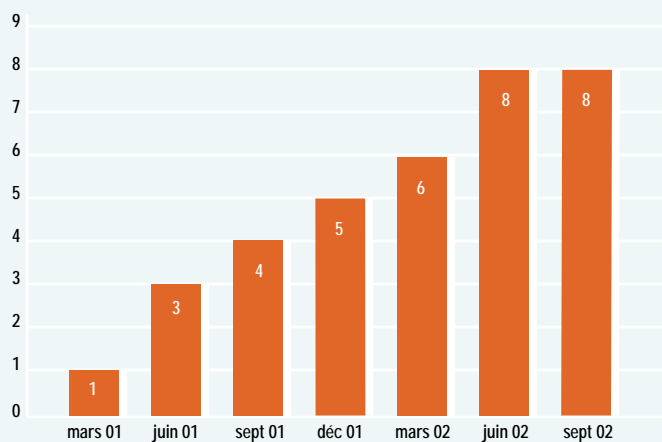
Soulignons que par construction ces délais ne peuvent être additionnés arithmétiquement.

On constate que :

- Il faut en moyenne 6,3 mois (délai T1) après le passage en CEO pour réaliser le premier closing du fonds ; ce délai a néanmoins quasiment doublé pour les plus récents de nos fonds, ce qui atteste de la difficulté des levées de fonds, mais aussi de l'engagement très précoce du Fonds Public/BEI et du Fonds de Promotion dans le financement des fonds.
- Il faut en moyenne 19,9 mois (délai T2) pour libérer effectivement les engagements du comité dans les fonds en portefeuille, et il faut en moyenne 23,2 mois (délai T4) pour acheminer les fonds engagés par le comité d'investissement dans les sociétés sous-jacentes. Les premières sociétés reçoivent ainsi des fonds 7,5 mois après la décision du CEO/CI, et les dernières 42 mois après cette décision.

# Dix huit mois d'activité du Fonds de promotion pour le capital risque

## 1. Des engagements conformes aux prévisions



Nombre de  
fonds soutenus

Depuis sa création en 2001, le Fonds de promotion a pris onze décisions d'investissement positives dont six ont déjà abouti à des souscriptions effectives, deux sont en phase de bouclage de leur premier closing, et trois projets ont été abandonnés par leurs promoteurs.

## Caractéristiques des fonds soutenus

| Nom du fonds                  | Taille (M€)  | Création   | Montant souscrit FPCR (M€) | Stratégie d'investissement  |
|-------------------------------|--------------|------------|----------------------------|---|
| Auriga Venture II             | 114          | 26/07/2001 | 12                         | 50 % sciences de la vie,<br>80 % autres secteurs technologiques                                     |
| Bio Discovery                 | 26 (obj. 72) | 30/09/2001 | 5                          | Sciences de la vie  |
| Truffle Venture               | 24 (obj.100) | 16/04/2002 | 3.6                        | Spin-offs technologiques de grands groupes industriels, tous secteurs                               |
| Human Health Investment (H2i) | 13 (obj.100) | 28/06/2002 | 3.6                        | Sciences de la vie  |
| Axa Venture 4                 | 31 (obj. 80) | 26/07/2002 | 4.6                        | TIC (45 %), logiciels (20 %), sciences de la vie (20 %), autres industries (5 %)                    |
| Alven Capital 2               | 12 (obj. 30) | 25/10/2002 | 3.6                        | Amorçage et post-crédation dans le secteur des TIC avec une forte dominante fournitures de services |
| Aurel Leven Nexstage          | (obj. 30)    | -          | -                          | Médias et services technologiques   |
| Innovacom V                   | (obj. 200)   | -          | -                          | TIC   |
| <b>TOTAL</b>                  | <b>220</b>   |            | <b>32.5</b>                |   |

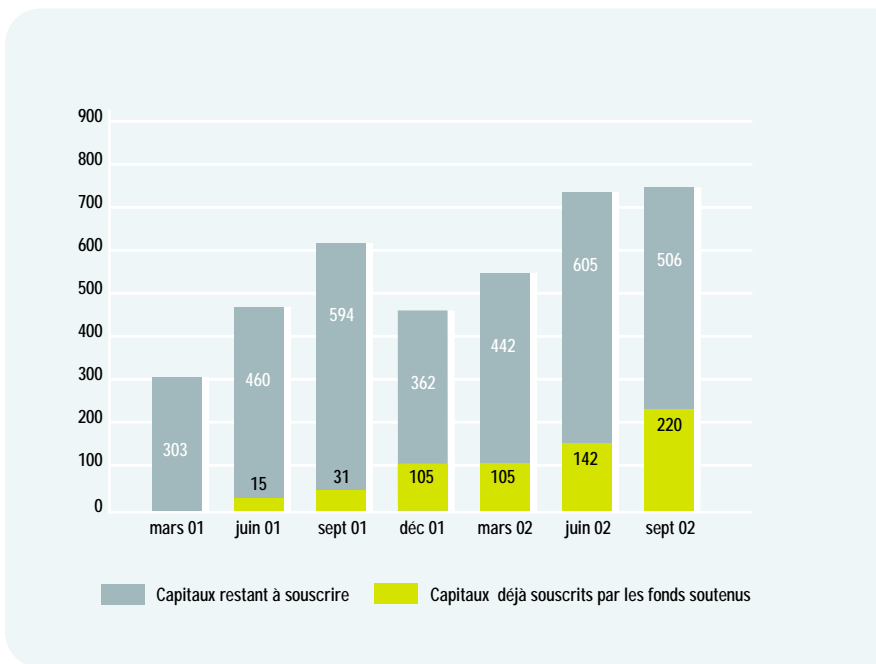
Les engagements du Fonds de promotion atteignent à ce jour 82,5 M€ dont 61,5 M€ pour les fonds déjà constitués.

## Répartition des équipes de gestion en fonction du soutien d'un sponsor

| ÉQUIPE                          | Équipe ancienne créant un nouveau FPCR | Équipe ancienne prenant son indépendance dans le cadre d'un FPCR | Équipe nouvelle                     |              |
|---------------------------------|--|--|-------------------------------------|--------------|
|                                 | Avec sponsor                           | Sans sponsor   | Avec sponsor                        | Sans sponsor |
| FONDS                           | Bio Discovery<br>Axa IV                | Auriga II  | Truffle Venture<br>Alven Capital II | H2i          |
| <b>Capitaux souscrits en M€</b> | <b>57</b>                              | <b>114</b>   | <b>36</b>                           | <b>13</b>    |

Les souscriptions effectuées par le Fonds de promotion dans ces six fonds constitués s'élèvent à 32,5 M€ et les versements à 9,2 M€.

Les 82,5 M€ engagés permettront aux FCPR financés de réunir 726 M€ (effet de levier de 8,8)



Le montant des engagements du Fonds de promotion dépasse ainsi la moitié de l'enveloppe totale des fonds (150 M€), ce qui est conforme au rythme d'investissement prévu (150 M€ sur trois ans, soit 50 M€ par an).

En revanche les montants effectivement souscrits et décaissés sont inférieurs aux prévisions, ce qui s'explique par les difficultés pour les fonds de capital risque à lever des capitaux auprès des investisseurs privés dans le contexte économique actuel.

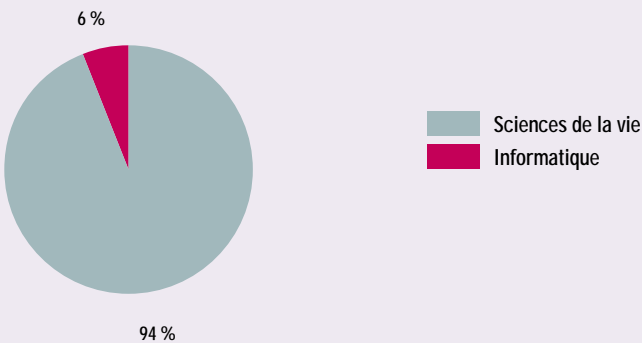
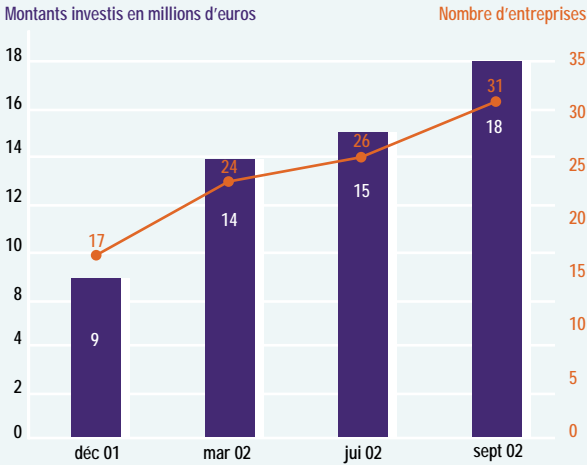
## 2. Une lente montée en charge des fonds soutenus

Au 31 octobre 2002, les six fonds souscrits à hauteur de 220 M€ ont appelé 50 M€, soit 23 % de leurs engagements de souscription.

Le nombre d'entreprises financées atteint cependant déjà trente et une sociétés

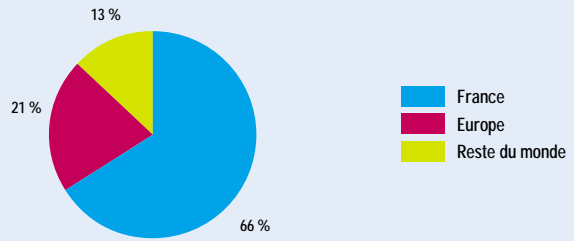
dont trente dans le secteur des sciences de la vie. Ceci s'explique par le fait que, parmi les six fonds souscrits, deux (Biodiscovery et H2i) sont entièrement dédiés aux biotechnologies, un (Auriga Venture II) s'est engagé à consacrer plus de 50 % de ses investissements à ce secteur et deux autres (Axa Venture 4 et Truffle Venture) à au moins le tiers de leurs investissements

### L'activité des fonds financés



Répartition sectorielle des investissements

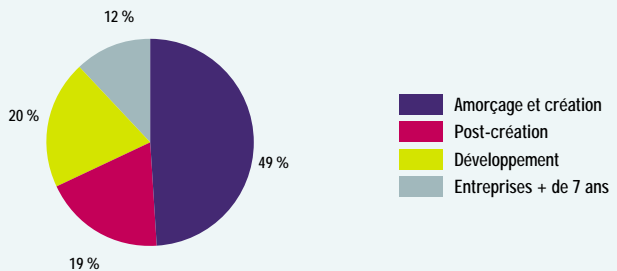
### Répartition géographique des capitaux



Ceci témoigne, pour une part, de la volonté du Fonds de promotion pour le capital risque de promouvoir les investissements dans les sciences de la vie et, pour une autre, de la difficulté actuelle à lever des fonds dans le domaine des technologies de l'information.

Côté répartition géographique, la décomposition des capitaux reste comparable à celle du Fonds public et BEI. On constate cependant, même si leur part reste encore relativement faible, une présence plus importante de la part des investisseurs étrangers hors Europe (13 % des engagements de souscriptions contre 8 % pour le Fonds public).

### Répartition des investissements par stade de développement



Enfin, la part des investissements réalisés au stade de l'amorçage/création (49 %) se situe à un niveau proche de celui du Fonds public et BEI pour le capital risque (45 %). Ceci porte la part des investissements réalisés jusqu'au stade de la post-crétion à 68 % du total des investissements.

# Étude sur le portefeuille sous-jacent

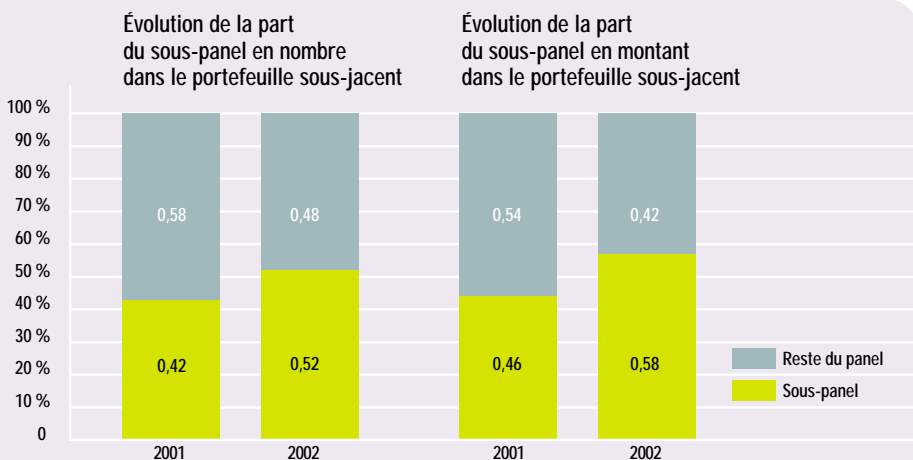
## 1. Méthodologie

Cette étude est le résultat de l'exploitation d'une partie du portefeuille sous-jacent de 326 sociétés au 30 septembre 2002.

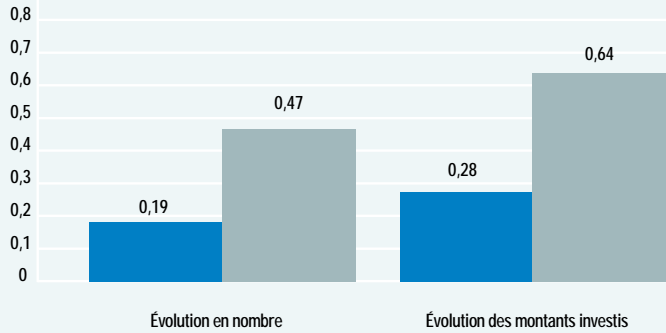
La méthodologie a consisté à identifier les sociétés ayant connu une évolution significative traduite par un changement substantiel de leur valorisation. Un sous-panel de sociétés a donc été bâti sur les critères suivants :

- sociétés en "bonne santé" : sociétés réévaluées à plus de 50 %, cédées ou introduites en bourse avec plus-value ;
- sociétés en "mauvaise santé" : sociétés provisionnées à plus de 50 %, cédées ou introduites en bourse avec une moins-value ou ayant déposé le bilan.

Il est important de souligner ici l'importance de l'homogénéité des méthodes de provisionnement. C'est pourquoi le Fonds public, le Fonds BEI et le Fonds de promotion pour le capital risque imposent dans le règlement intérieur de chaque fonds l'adoption et le suivi des recommandations de l'EVCA (European Venture Capital Association) et de l'AFIC en la matière. Le suivi détaillé des valorisations trimestrielles, et notamment l'analyse des "doublons" (participations détenues par au moins deux fonds), permettent de s'assurer de l'homogénéité globale du provisionnement



## Évolution du panel et du sous-panel depuis 2001



Ces critères de sélection conduisent à un sous-panel de 166 sociétés, ce qui représente 52 % en nombre et 58 % en montant du portefeuille global des trois fonds de fonds. L'augmentation d'environ 50 % de la taille du sous-panel par rapport à 2001 traduit, d'une part, la maturation croissante du portefeuille sous-jacent et, d'autre part, l'impact des évolutions économiques récentes.

## 2. Classification sectorielle

La classification retenue distingue deux grands domaines, les nouvelles technologies de l'information et les sciences de la vie, elles-mêmes caractérisées en sous-secteurs.

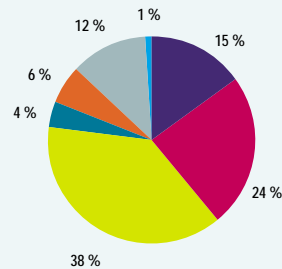
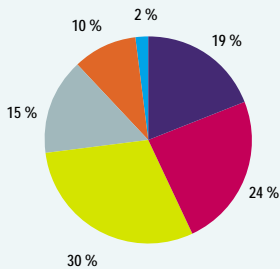
### Les Technologies de l'information et de la communication ont été divisées en :

- Internet : portails et sites de contenu, e-commerce, places de marché et sites comparatifs, agences web, fournisseurs d'accès, hébergeurs,
- Informatique : gestion de la relation-client (CRM), logiciels grand public, SSII, logiciels professionnels à usage générique ou spécifique,
- Réseaux : sécurité des réseaux, logiciels réseaux, semi-conducteurs, télécoms,
- Optique

## Les Sciences de la vie ont été divisées en :

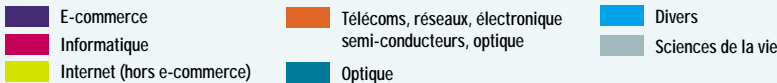
- Biomédical (instrumentation, diagnostic) : développement et vente d'équipements, produits et services destinés aux milieux médicaux et à la recherche et développement,
- Galénique/développement pharmaceutique (delivery) : optimisation de principe actifs pharmaceutiques,
- Génomique : caractérisation fonctionnelle du génome,
- Protéomique : étude fonctionnelle, optimisation et exploitation du protéome,
- Divers : sociétés pharmaceutiques, bio-informatique (modélisation de systèmes biologiques), e-commerce, logiciel, parapharmacie, plate-formes technologiques.

Répartition des sociétés  
par secteur d'activité  
en 2002



en 2002

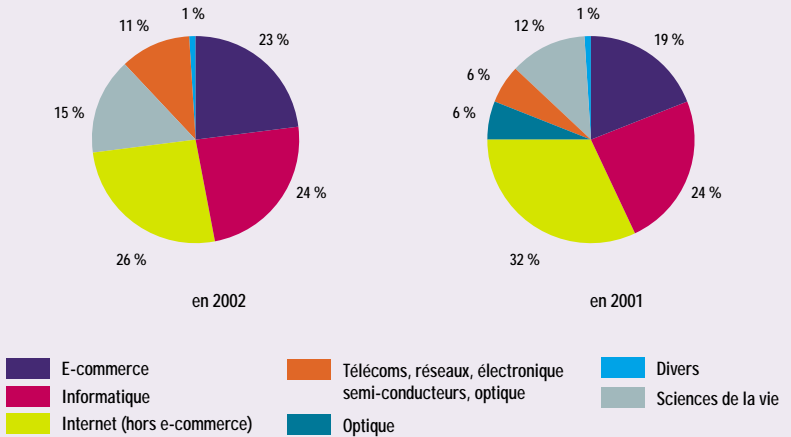
en 2001



Le sous-panel reste fortement dominé par le secteur des TIC qui représente 83 % des sociétés et 84 % des montants investis. Ceci s'explique notamment par le caractère relativement récent de la prise d'intérêt des investisseurs vis-à-vis du secteur des sciences. De plus, ces entreprises nécessitent une phase de maturation préalable plus longue avant toute revalorisation, ce qui les exclut par construction plus longtemps du sous-panel.

L'internet hors e-commerce, en légère diminution, reste le secteur le plus important (30 % en nombre et 26 % en montant) aux côtés du secteur de l'information (éditeurs de logiciels essentiellement).

Répartition des montants investis par secteur en 2002



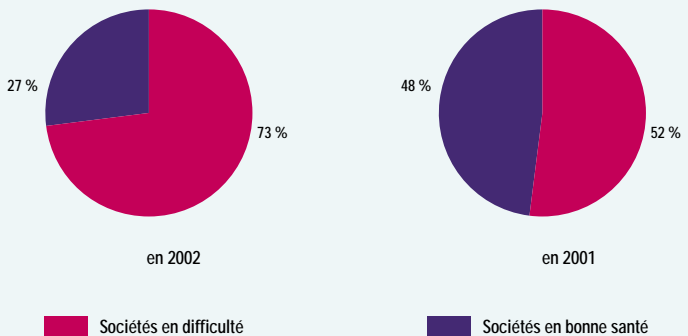
### 3. Une conjoncture difficile et la chute des marchés boursiers ont entraîné une dégradation significative des portefeuilles

Le pourcentage de sociétés en "mauvaise santé" s'est sensiblement accru en 2002 en s'établissant à 73 % des sociétés du sous-panel, alors qu'il ne s'élevait qu'à 52 % en 2001. Le nombre total de sociétés en "mauvaise santé" est passé de 60 à 122.

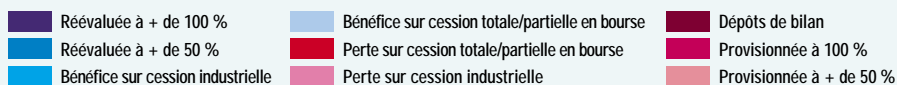
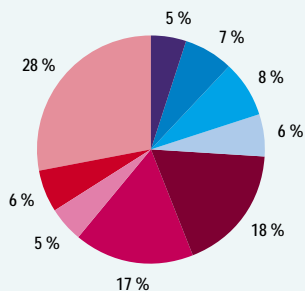
Sur ces 62 sociétés, 20 sont passées du stade de "bonne santé" en 2001 (c'est-à-dire revalorisées) au stade de "mauvaise santé" (provisionnées ou liquidées) en 2002.

À l'inverse, seules 9 sociétés classées en 2001 en "mauvaise santé" ont réussi à accéder à une autre catégorie.

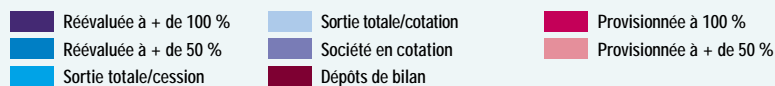
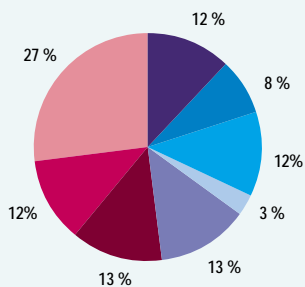
Répartition du sous-panel par état de la participation en 2002



## Répartition de la sélection par état de la participation en 2002



## Répartition de la sélection par état de la participation en 2001



L'étude détaillée des provisions ou réévaluations montre les éléments suivants :

- les sociétés en "mauvaise santé" sont à plus de 50 % en dépôt de bilan ou provisionnées à 100 % ; la part dans le sous-panel de ces deux catégories a fortement progressé depuis 2001 (35 % en nombre contre 25 % l'année dernière) ;
- le nombre de dépôts de bilan a doublé et s'élève à trente sociétés, ce qui, rapporté au portefeuille global (9,4 % en nombre et 7,6 % en montant) reste inférieur aux statistiques longue durée (chiffres AFIC) de 25 % en nombre et 30 % en montant ;
- la part dans le sous-panel des sociétés réévaluées à plus de 50 % et plus de 100 % a fortement diminué en passant de 20 % à 12 % ;
- l'effondrement des marchés de valeurs de croissance a sévèrement diminué les plus-values latentes sur les titres cotés qui n'avaient pu être cédés à cause des clauses de lock-up : ainsi seulement 50 % des sorties par cotation en bourse ont donné lieu à des plus-values ;
- les sorties par cession industrielle sont a contrario majoritairement bénéficiaires. Le montant des cessions (99,5 M€) correspond à 38,7 % du prix de revient du sous-panel.

#### **4. Le secteur des sciences de la vie résiste mieux que la majorité des secteurs des technologies de l'information et de la communication.**

Les secteurs les plus sinistrés sont ceux de l'informatique et de l'Internet hors e-commerce. Leur taux dans le sous-panel de sociétés en "mauvaise santé" dépasse 70 % en nombre, ce qui représente 38 % en nombre des sociétés de ces secteurs dans le portefeuille global des fonds. Le secteur des télécoms/réseaux/électronique tire un peu mieux son épingle du jeu, notamment grâce à de belles performances en bourse, avec un taux de sociétés en "mauvaise santé" voisin de 45 % dans le sous-panel et de 16 % dans le portefeuille global. La proportion de dépôts de bilan et de sociétés provisionnées à 100 % est à peu près constante autour de 40 %.

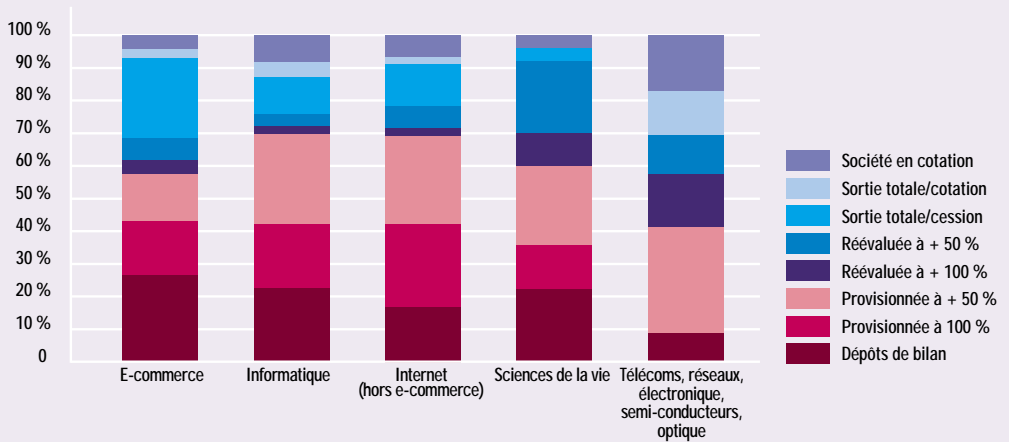
De l'autre côté, ce sont les secteurs des sciences de la vie et des télécoms/réseaux/électronique qui comportent la plus grosse part de sociétés réévaluées :

- en ce qui concerne les sciences de la vie, ceci s'explique par la durée de la période de maturation préalable plus importante dans ce secteur (tests

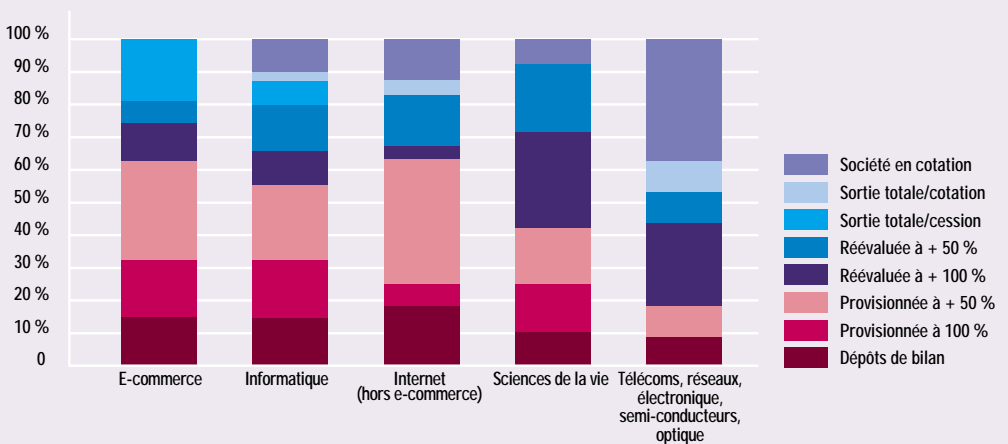
cliniques...), mais aussi par la poursuite de tours ultérieurs de financement sur des valorisations croissantes ;

- en ce qui concerne le secteur des télécoms/réseaux/électronique, les sociétés réévaluées concernent principalement les domaines de l'optique et de l'électronique.

### Répartition du sous-panel par secteur d'activité et état de la participation en 2002

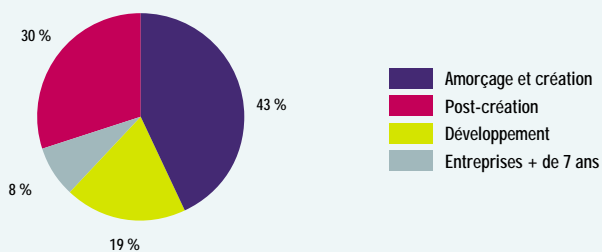


### en 2001

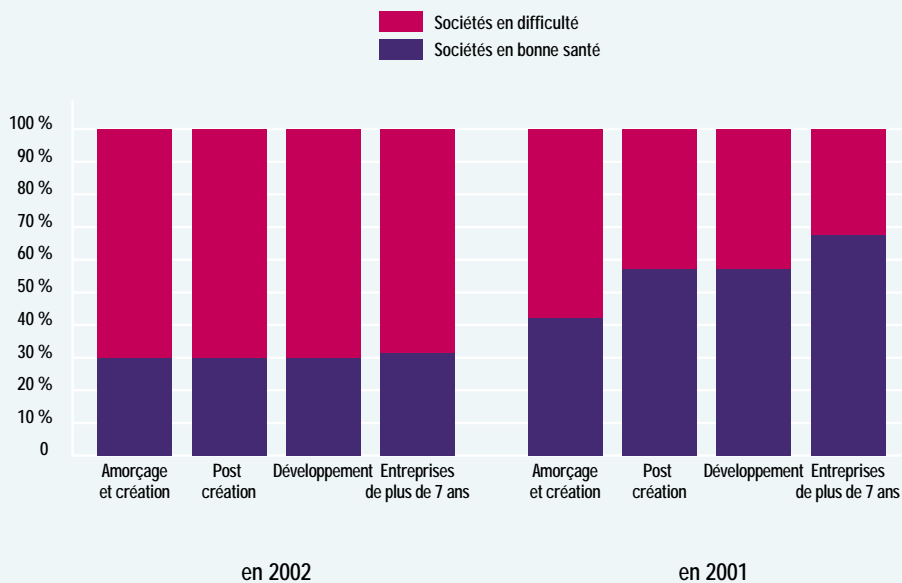


## 5. Le taux de provisionnement semble indépendant du stade d'investissement dans les sociétés

Répartition des entreprises du panel par stade d'investissement en 2002



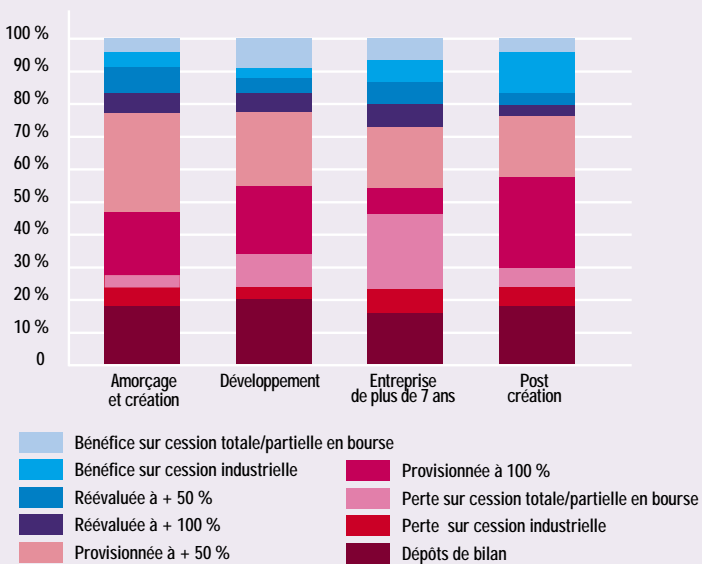
Répartition par stade d'investissement et par état de la participation



Les sociétés du sous-panel ont été classées en fonction du stade de développement au cours duquel les investisseurs financiers sont intervenus. Les quatre stades d'investissement considérés sont :

- l'amorçage et la création (première année de vie),
- la post-crétion (la seconde et la troisième année),
- le développement (quatre à sept ans),
- les entreprises de plus de sept ans.

### Répartition par stade d'investissement et état de la participation en 2002



Le sous-panel contient 75 % (contre 69 % en 2001) de sociétés dans lesquelles les investisseurs sont rentrés en amorçage, création ou post-crétion, conformément à la stratégie d'investissement du FPCR.

Plusieurs constats peuvent être réalisés :

- tous les stades voient le pourcentage de sociétés en mauvaise santé augmenter ;
- ce sont les stades les plus en aval qui voient leur taux augmenter le plus (développement et plus de sept ans),
- le taux de sociétés en mauvaise santé atteint un niveau identique de 70 % pour l'ensemble des stades, contredisant l'idée d'un risque plus important généralement attribué à l'amorçage ;

- la part des sociétés en liquidation ou provisionnées à 100 % est constante à tous les stades, sauf pour les entreprises de plus de sept ans, naturellement moins fragilisées

Ces tendances peuvent trouver leur justification dans les faits suivants :

- les difficultés économiques actuelles ont entraîné une révision à la baisse des commandes et des investissements, ce qui a directement touché les sociétés les plus matures avec un chiffre d'affaires existant en pleine croissance ;
- les survalorisations d'acquisition constatées en 2000 et 2001 ont été plus importantes pour ces sociétés matures, d'où un rattrapage d'autant plus important au travers du provisionnement ;
- par ailleurs, la plupart des sociétés en amorçage/création sont maintenant sorties de la phase de risque technologique et ont peu souffert d'une baisse de chiffre d'affaires par ailleurs nul ou quasi nul.



## Conclusion

Quatre ans d'activité du Fonds public et du Fonds BEI pour le capital risque et dix huit mois d'activité du Fonds de promotion pour le capital risque permettent de dresser un premier bilan.

Le résultat de leur activité doit être mesuré au regard de leurs objectifs principaux qui sont d'une part de créer un effet de levier pour attirer les investisseurs privés vers le capital risque, et d'autre part de jouer un rôle de "catalyseur" pour le lancement de nouveaux fonds de capital risque.

Les vingt sept fonds souscrits depuis l'origine représentant un engagement total de 219,5 M€ permettront de lever 1 956 M€, soit un effet de levier de 9.

Le nombre d'équipes nouvelles financées est de quatorze, soit plus de la moitié des équipes financées.

Le Fonds public, le Fonds BEI et le Fonds de promotion ont donc clairement contribué à augmenter l'offre professionnelle d'équipes de capital risque et à orienter les investisseurs privés vers ce segment d'investissement.

Cette activité importante a permis le financement de trois cent vingt six entreprises qui toutes témoignent de la qualité de la science et de la technologie développées dans nos laboratoires.

Ces investissements ont été réalisés au travers d'un processus d'investissement rigoureux et professionnel qui a contribué à obtenir un niveau de performance correct de ces fonds de fonds compte tenu du retournement brutal du marché pour les entreprises de nouvelles technologies.

Dans la situation conjoncturelle actuelle affectée, le FPCR continuera bien évidemment son action de soutien au capital risque avec l'objectif d'être, plus que jamais, une force d'entraînement pour contribuer à attirer les capitaux vers les jeunes entreprises technologiques.

Étude réalisée par : Olivier Dupont, Laurent Gayraud, Emmanuel Gbé,  
Valéry Huot, Arnaud Legardeur et Olivier de Sesmaisons.

Édition, coordination : Isabelle Ginestet, Nathalie Police.

CDC PME - FPCR  
Tour Maine Montparnasse  
33, avenue du Maine  
BP 174  
75755 Paris cedex 15  
Tél : 01 58 50 71 71



# CDC PME

- Le Fonds public,
- le Fonds BEI,
- le Fonds de promotion,  
pour le capital risque  
sont gérés par FPCR Gestion,  
filiale de CDC PME