

# Sommaire

3 Édito

5 Chiffres clés au 30 septembre 2003

7 Historique

9 Stratégie d'investissement

11 Contexte et conjoncture

13 Cadre de l'étude

15 5 ans d'activité du Fonds public et du Fonds BEI,  
pour le capital risque

26 30 mois d'activité du Fonds de promotion  
pour le capital risque

31 Étude du portefeuille sous-jacent



## Édito

L'étude que nous publions aujourd'hui rend compte de l'activité en 2003 du Fonds public, du Fonds BEI et du Fonds de promotion, pour le capital risque (FPCR), fonds de fonds primaires dédiés au capital risque français.

Ils totalisent 287 M€ apportés par l'Etat (141 M€), le Fonds Européen d'Investissement (FEI) (96 M€) et la Caisse des dépôts (50 M€) et ont investi depuis leur création dans 29 fonds qui ont eux-mêmes investi dans 388 entreprises.

Dans la conjoncture difficile que traverse le capital risque technologique depuis 3 ans, ces fonds ont continué à investir et à soutenir la création de nouveaux véhicules d'investissement, assurant ainsi leur mission de soutien à ce secteur important de l'économie.

Même s'il est trop tôt pour juger du résultat d'une action structurelle de cette nature, on peut à ce stade formuler quelques observations :

- deux nouveaux fonds d'investissement ont procédé en 2003 à des levées de fonds significatives et d'autres projets importants sont à l'étude, malgré l'environnement difficile.
- les équipes de gestion ont renforcé logiquement leur niveau de sélectivité et jouent leur rôle de soutien actif aux entreprises de leur portefeuille qui ont, pour leur part, montré que leur modèle d'affaire était viable. Par ailleurs, de nombreux projets de rapprochement entre sociétés sont à l'étude afin de faire émerger de futurs chefs de file dans certains segments d'activité.
- face à la fermeture des marchés boursiers et à l'absence de sorties industrielles, la question de la création de fonds d'investissements dédiés aux sociétés technologiques plus matures est posée.

La résistance correcte de la valeur liquidative de nos fonds renforce la conviction de l'intérêt de cette catégorie.

**Albert Ollivier**  
*Président*



## Chiffres clés au 30 septembre 2003

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

- **21** fonds souscrits
- montants engagés : **137 M€**
- montants souscrits : **110,6 M€**
- montants décaissés : **77 M€**
- souscriptions réunies par les 21 fonds : **812 M€**
- montants investis par les 21 fonds : **485 M€**
- portefeuille sous-jacent des 21 fonds : **338 sociétés**
- ticket moyen par entreprise : **1,4 M€**
- nombre de gestionnaires dans les 21 fonds : **81**

### Investissements du Fonds de promotion pour le capital risque (FPCR) :

- **10** fonds ayant fait l'objet d'une décision positive
- **8** fonds souscrits
- montants engagés : **100 M€**
- montants souscrits : **66,6 M€**
- montants décaissés : **16 M€**
- souscriptions réunies par les 8 fonds : **406 M€**
- montants investis par les 8 fonds : **40 M€**
- portefeuille sous-jacent des 8 fonds : **50 sociétés**
- ticket moyen par entreprise : **0,79 M€**
- nombre de gestionnaires dans les 8 fonds : **35**


## Historique

Le Fonds public pour le capital risque, doté de 91,5 M€, a été créé en mai 1998 par l'Etat 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 expérimentées.

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'Etat, 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, FP Gestion, qui a reçu l'agrément COB en février 2001 pour la gestion de FCPR ouverts à des tiers.

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

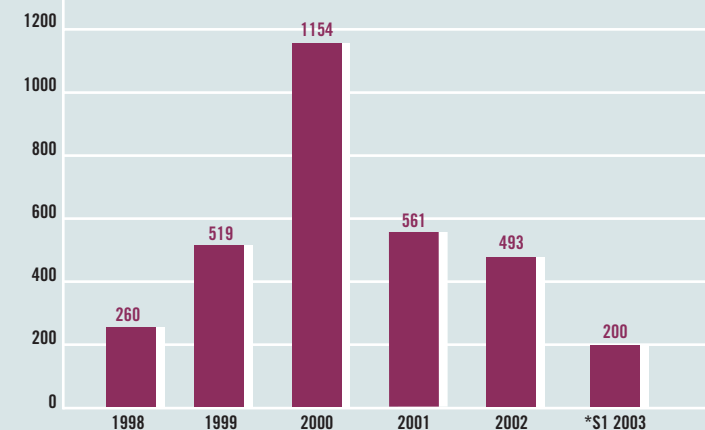
## Contexte et conjoncture

Le capital risque a connu en 1998 et 2000 une très forte expansion en France comme en Europe. L'engouement des financiers comme des entreprises et du grand public pour les nouvelles technologies de l'Internet en particulier a entraîné une bulle spéculative qui a éclaté dès le début 2001 avec un recul de plus de 50 % en valeur des investissements dans le capital risque.

Cette correction a été amplifiée par un retournement du cycle économique et une crise financière.

Depuis cette date, les statistiques publiées montrent une baisse continue des montants tant investis que levés dans le domaine du capital risque technologique. Les chiffres provisoires publiés par l'AFIC<sup>1</sup> pour le 1<sup>er</sup> semestre 2003 montrent une nouvelle baisse d'environ 15 % des montants investis par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2002.

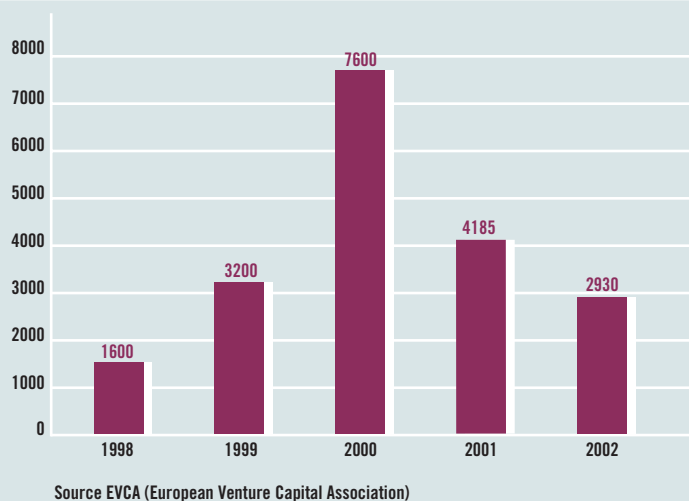
Investissement dans le capital risque  
en France en M€



Source AFIC  
\* S1 2003 chiffres provisoires

1. AFIC : Association Française des Investisseurs en Capital

## Investissement dans le capital risque en Europe en M€



A cette baisse des volumes, s'ajoute une chute importante de la proportion des sommes investies dans les nouvelles sociétés. La majorité des investissements est consacrée à refinancer des sociétés en portefeuille.

Toute la chaîne de financement des jeunes sociétés technologiques semble affectée, depuis l'amorçage jusqu'aux introductions en bourse, aujourd'hui totalement interrompues.

Dans ce contexte déprimé, quelques faits nouveaux permettent d'entrevoir l'amorce d'une inversion de tendance en 2004 :

- en premier lieu, la reprise économique aux Etats-Unis, accompagnée d'une remontée spectaculaire du NASDAQ (+ 50 % depuis le 1<sup>er</sup> janvier) et le retour des introductions en bourse (8 depuis le début de l'année sur le NASDAQ). Cet optimisme relatif est poussé par les réussites financières indiscutables de sociétés du monde de l'Internet.
- corrélativement, il semble que le capital risque américain ait retrouvé un certain dynamisme, les montants investis ont progressé de 14 % au dernier trimestre, première progression depuis trois ans.
- enfin, il semble que le deuxième trimestre 2003 en Europe ait montré quelques signes de résistance et que le mois de septembre ait été particulièrement dynamique en Europe comme en France (47 M€ d'investissements). De même, alors que les projets de levée de nouveaux fonds de capital risque étaient pratiquement inexistantes depuis un an, on constate un retour de projets sérieux qui témoignent d'une volonté de redémarrage.

## Cadre de l'étude et définitions

### Une étude publiée pour la deuxième 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, pour le capital risque sont souscripteurs. Elle présente les derniers chiffres connus au 30 septembre 2003.

Les résultats de cette étude, actualisée régulièrement, sont publiés pour la deuxième année consécutive. On se référera dans la suite de ce document aux résultats présentés l'année dernière pour analyser les écarts et mesurer les évolutions.

Au 30 septembre 2003, les 3 fonds de fonds gérés par FP Gestion ont souscrit à vingt neuf fonds de capital risque gérés par vingt cinq 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 en sont exclus les FCPI. Bien qu'elle ne soit pas exhaustive, cette étude est néanmoins 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 FCPR constituant son portefeuille ;
- analyse de l'activité du Fonds de promotion pour le capital risque et des FCPR constituant son portefeuille ;
- analyse du portefeuille sous-jacent du Fonds public, du Fonds BEI et du Fonds de promotion, pour le capital risque, soit 388 sociétés technologiques (après suppression des doublons).

## Quelques définitions utiles

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

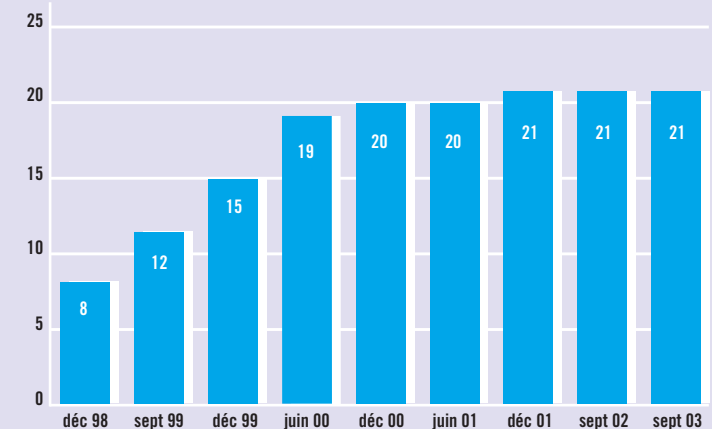
- On appelle « **engagement** » des fonds gérés, une décision positive d'investissement communiquée à une équipe de gestion, généralement en amont de la constitution du fonds. La décision d'engagement est prise par le comité d'investissement.
- On dit qu'un fonds est « **constitué** » lorsque ses premiers investisseurs ont signé leurs bulletins de souscription et libéré le premier appel de fonds. C'est ce que l'on appelle le « **premier closing** ».
- 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. 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 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.

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

### 1. Des fonds de fonds totalement engagés depuis décembre 2001

Nombre de fonds souscrits



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

En 2003, un fonds a décidé de réduire sa taille de moitié.

## Caractéristiques des fonds souscrits

Nom du fonds	Taille (M€)	Création	Montant souscrit Fonds public et Fonds BEI (M€)	Stratégie d'investissement
Banexi Venture 2	61	31/7/98	3,8	Principalement électronique, matériaux et sciences de la vie
Galileo 2	76	3/9/98	6,9	Uniquement TIC
Auriga 1	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	15	24/12/99	3,2	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	58	24/9/01	9,7	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 2 bis	12	29/4/02	1	Refinancement de participations de Galileo 2
<b>TOTAL</b>	<b>812</b>		<b>110,6</b>	

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

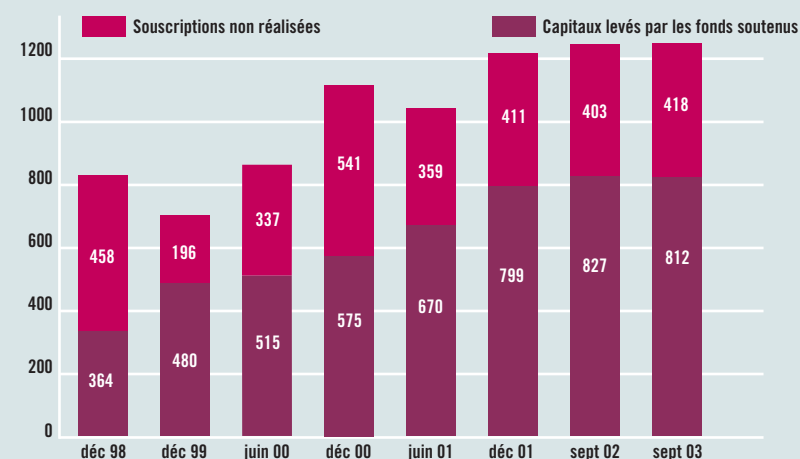
ÉQUIPE	Équipe ancienne créant un nouveau FCPR	Équipe ancienne prenant son indépendance dans le cadre d'un FCPR	Équipe nouvelle	
	Avec sponsor	Sans sponsor	Avec sponsor	Sans sponsor
FONDS	Banexi Matignon R Technologies Ventech 2	ACE Auriga Galileo Galileo bis Sudinnova Techfund	FCI Siparex Ventures Ventech 1 Ventech 1 bis	Convergent EVF Finadvance Jet Sud Kairos Seeft Trinova
<b>Capitaux souscrits en M€</b>	<b>280</b>	<b>251</b>	<b>144</b>	<b>137</b>

- Les équipes nouvelles représentent la moitié du nombre des équipes soutenues.
- En revanche les équipes anciennes, en particulier celles avec sponsor, ont levé en moyenne des montants plus importants.

## 2. Des souscriptions closes en deçà des objectifs initiaux

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.

### Evolution des levées de fonds en M€



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.

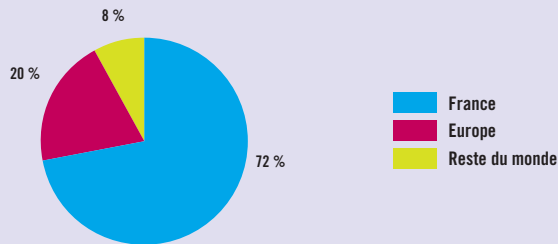
Les périodes de souscription étant définitivement closes, l'objectif initial d'1,2 milliard d'euros ne sera jamais atteint.

Sur les 21 fonds en portefeuille, suite à une réorganisation de l'équipe de gestion, un fonds a réduit sa taille de moitié.

Enfin, l'engagement actuel des fonds de fonds à hauteur de 110,6 M€ a permis aux FCPR financés de lever 812 millions d'euros de capitaux (effet de levier de 7,3). Le Fonds public et le Fonds BEI ont ainsi pleinement joué leur rôle de catalyseur de l'intervention des investisseurs privés.

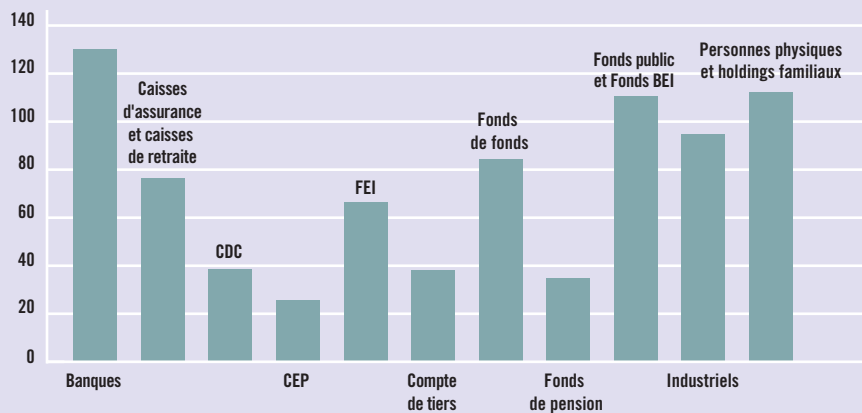
### 3. Des capitaux levés d'origine majoritairement française, avec une présence forte des acteurs publics et des banques

Répartition géographique des capitaux



au 30/09/03

Montant des capitaux investis par type d'investisseur en M€



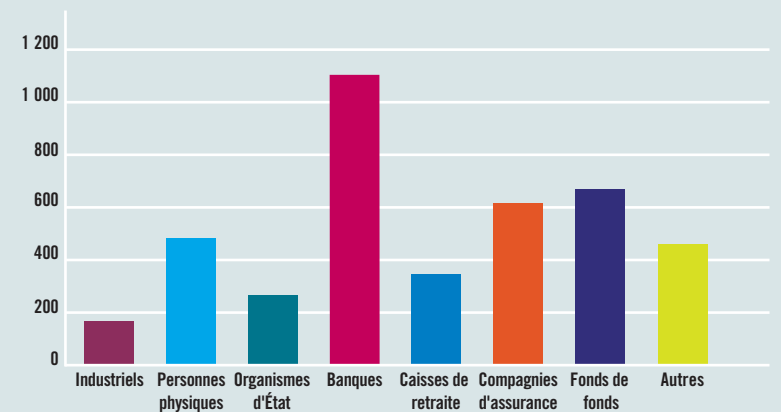
au 30/09/03

Plusieurs constatations peuvent être faites :

- tout comme en 2002, les acteurs publics représentent la première source de financement (26 %) devant le secteur bancaire (16 %).
- les Fonds publics et BEI constituent la troisième catégorie de souscripteurs avec 13,6 % des capitaux levés.

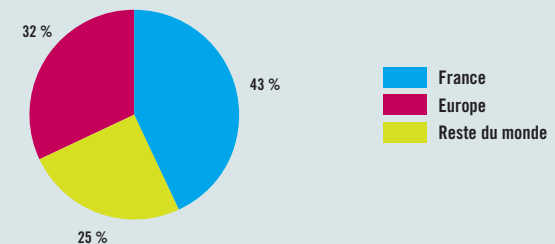
- les compagnies d'assurance et les caisses de retraite sont toujours relativement peu présentes. Leur pourcentage est resté stable par rapport à l'année précédente (9 % des montants levés).
- la part des financements étrangers est importante (28 %). Elle provient essentiellement des fonds de fonds et des fonds de pension.

Capitaux levés en capital investissement par type d'investisseur en M€



au 30/09/03

Origine géographique des capitaux levés en France



au 30/09/03

L'étude des chiffres globaux du capital investissement en France en 2002 (chiffres AFIC) montre que :

- le secteur bancaire constitue également le principal pourvoyeur de fonds avec une part de 27 % ;

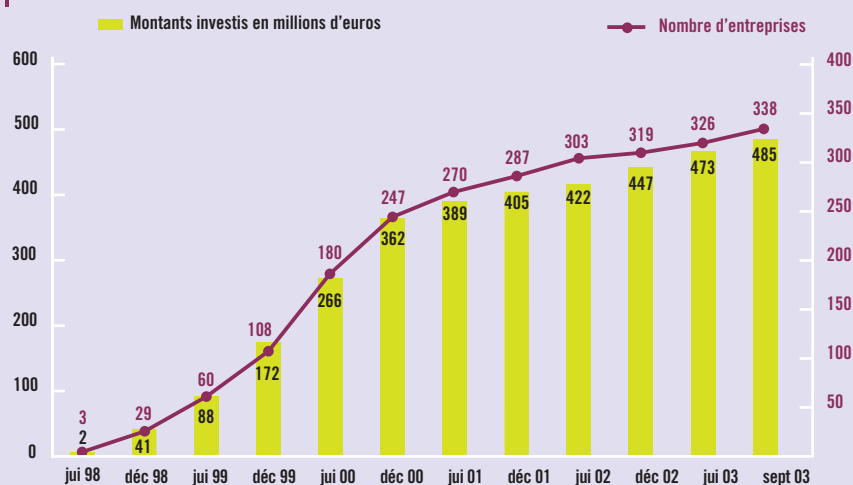
- les capitaux levés auprès des fonds de fonds tendent à augmenter (ils représentent 10 % en 2001 et 16 % en 2002), ce qui prouve leur légitimité croissante vis à vis des investisseurs institutionnels qui reconnaissent leur compétence en matière de sélectivité des fonds.
- les caisses de retraite et les compagnies d'assurance sont nettement plus présentes sur l'ensemble du capital investissement que sur le seul segment du capital risque : elles semblent considérer que les segments du capital développement et du LBO sont moins risqués.
- la part des personnes physiques est identique quelque soit le segment considéré (12 %),
- les autres acteurs publics, qui axent leur stratégie sur les stades amont, sont effectivement moins présents sur le secteur global du capital investissement (6 % seulement).

Les investisseurs étrangers sont essentiellement des fonds de fonds ou des fonds de pension.

#### 4. Un rythme d'investissement qui a repris sur le fin de la période, et qui reste dominé par les refinancements

Au 30 septembre 2003, les vingt et un fonds souscrits ont appelé 570 M€, soit 70 % de leurs engagements de souscription. Parmi eux, 5 fonds ont appelés 100 % du montant de leur souscription et 3 fonds ont appelés plus de 80 %.

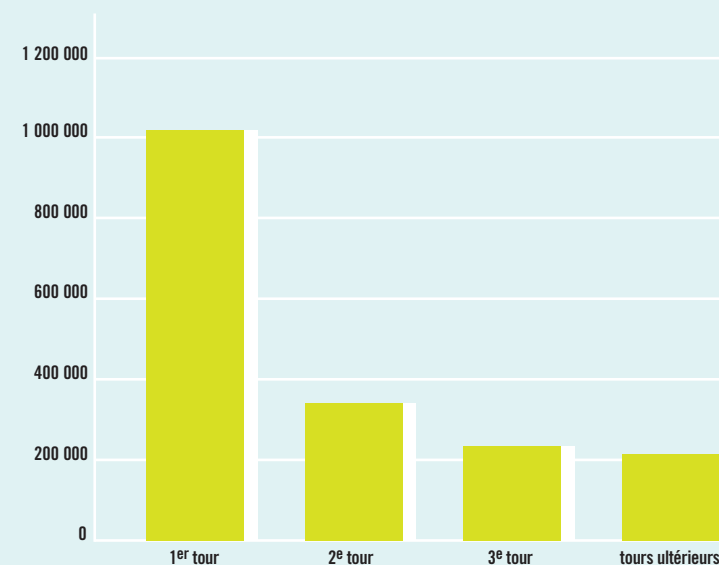
Évolution des capitaux investis dans les entreprises



Ils ont investi 485 M€ dans trois cent trente huit entreprises différentes, ont procédé à trente sept cessions et remboursé 65,8 M€ à leurs souscripteurs (soit 8 % de leurs engagements de souscription) dont 8,9 M€ au Fonds public et au Fonds BEI.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2003, les appels de fonds complémentaires n'ont représenté que 9,1 M€ (niveau comparable à celui de l'année dernière 11,1 M€), ce qui témoigne d'une activité ralentie de ces fonds. Malgré les appels de fonds modérés, 99 entreprises ont été financées pour un montant total de 37,6 M€ dont 19 sociétés nouvelles pour un montant de 22 M€. Il convient de noter néanmoins que sur les vingt et un fonds, huit ont terminé leur période d'investissement. Le montant moyen du financement initial est relativement élevé (1 M€) comparativement au montant moyen des tours de tables ultérieurs (210 K€); les investisseurs préférant s'engager progressivement en fonction de la réalisation d'objectifs par les entreprises.

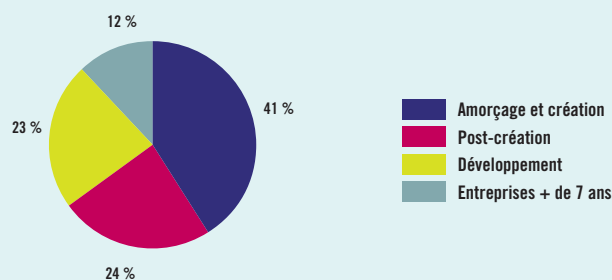
Investissement moyen en euros lors d'un tour de financement



Le concours moyen par entreprise est de 1,4 M€ en 2003, montant identique à 2002.

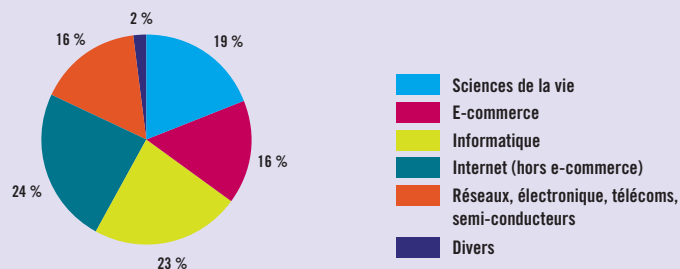
## 5. Des investissements majoritairement réalisés dans des entreprises de moins de trois ans

Répartition des investissements par stade de développement



Les fonds sont toujours majoritairement investis dans des sociétés au stade de l'amorçage ou de la post-création (65%). Toutefois cette tendance semble s'atténuer (68 % en 2002). Ainsi, 25 % des nouveaux financements sont réalisés dans des entreprises en développement ou de plus de 7 ans.

Répartition sectorielle des montants investis



La répartition sectorielle des investissements montre toujours une prépondérance des sociétés liées à l'Internet bien que leur nombre relatif diminue (24 % contre 26 % en 2002) du fait de l'absence de nouveaux investissements dans ces secteurs.

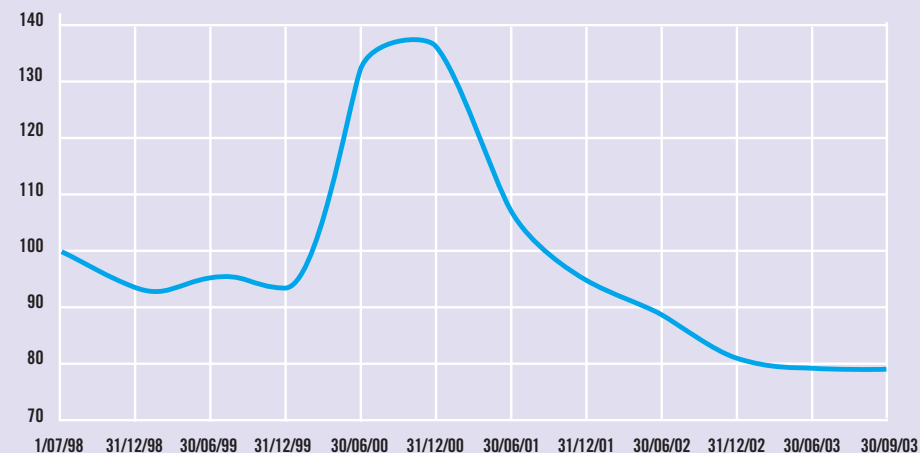
En revanche, le nombre de sociétés des sciences de la vie augmente, leur part étant passée de 14 à 19 % en deux ans.

Globalement les secteurs de l'informatique restent de loin les domaines préférés des investisseurs.

## 6. Stabilisation de la baisse de la valeur liquidative

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 du Fonds public et du Fonds BEI



Après un sommet atteint au 30 juin 2000 et une forte décroissance jusqu'à fin 2002, la valeur liquidative (reflet exact des valeurs liquidatives des fonds du portefeuille) a continué son effritement sur les 3 premiers trimestres de 2003 mais en s'inscrivant sur une pente faiblement baissière (-250 points de base sur les 3 trimestres, à comparer à -800 points de base sur la même période en 2002).

Le ralentissement de la baisse de la valeur liquidative en 2003 traduit le fait que la « purge » des portefeuilles, qui s'est poursuivie en 2002 avec un nombre élevé de dépôts de bilan, semble atteindre progressivement son étiage, même si elle n'est pas encore terminée.

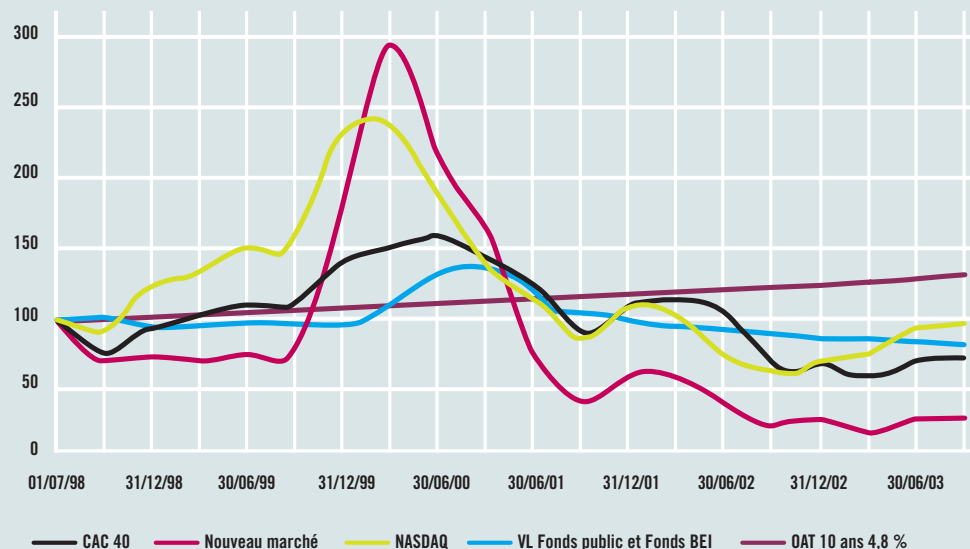
La situation est cependant contrastée selon les fonds, les équipes de gestion et en particulier l'année de démarrage du fonds :

- les fonds les plus anciens (1998) ont des performances supérieures à ceux qui ont beaucoup investi en 1999/2000 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 satisfaisante car ils ont commencé à investir sur des valorisations plus faibles ;
- il est probable que les différences de performance entre les fonds continueront de s'accroître lors du redémarrage économique.

Au total, l'étalement dans le temps des périodes d'investissement des fonds financés ainsi que la présence dans certains fonds de « stars » potentielles, permettent d'espérer à moyen terme un retournement de la tendance.

#### Evolution comparative de la valeur liquidative



Au total, la valeur liquidative s'établit au 30 septembre 2003 à 79 sur une base 100 de départ. Cette moins-value doit être relativisée si on la compare à la chute des indices boursiers français sur la même période, et notamment celui du Nouveau Marché qui reste substantiellement inférieur (-68%).

Il est également intéressant de constater que du fait de la récente reprise économique aux Etats-Unis, l'indice du Nasdaq composite a fortement progressé et est repassé sensiblement au dessus (-4%) de la valeur liquidative du fonds.

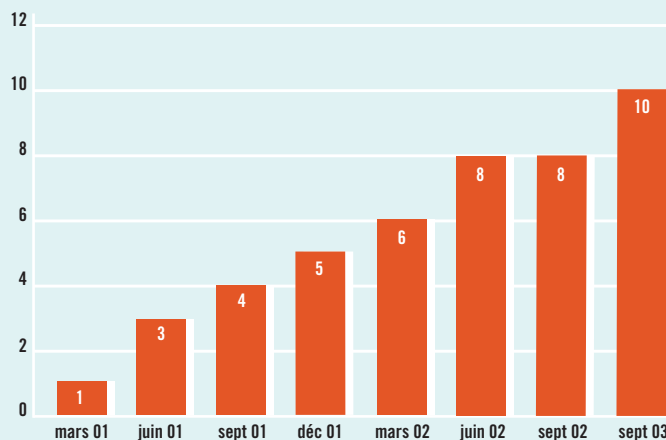
Ce constat « en demi teinte » doit néanmoins être contrebalancé par 3 signes prometteurs :

- la corrélation des valeurs non cotées avec l'ensemble des marchés d'actions cotées, en forte hausse depuis juillet 2003, devrait à terme contribuer à améliorer les portefeuilles de nos fonds, en permettant de nouveau des sorties soit par introduction en bourse, soit par cession.
- les premiers signes de reprise aux Etats-Unis devraient également avoir à moyen terme un effet positif sur le chiffre d'affaires de bon nombre de sociétés.
- enfin, il convient de mentionner que 7 fonds sont encore en cours de période d'investissement, et que les investissements réalisés à partir de 2003 profiteront de conditions d'entrées nettement plus favorables que ceux réalisés en 2000 et 2001.

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

## 1. Un rythme d'engagement légèrement plus lent que prévu

Nombre de fonds soutenus



Depuis sa création en 2001, le FPCR a pris quatorze décisions d'investissement positives dont huit ont abouti à des souscriptions effectives, deux sont en phase de bouclage de leur premier closing, et quatre 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 (obj. 120)	26/07/2001	12	50 % sciences de la vie, 50 % autres secteurs technologiques
Bio Discovery 1	26 (obj. 72)	30/09/2001	5	Sciences de la vie
Truffle Venture	31,5 (obj.100)	16/04/2002	6,31	Spin-offs technologiques de grands groupes industriels, tous secteurs
Human Health Investment (H2i)	13 (obj.50)	28/06/2002	3,63	Sciences de la vie
Axa Venture 4	59,1 (obj. 80)	26/07/2002	8,87	TIC (45 %), logiciels (20 %), sciences de la vie (20 %), autres industries (5 %)
Alven Capital 2	12,6 (obj. 30)	25/10/2002	3,76	Amorçage et post-création dans le secteur des TIC avec une forte dominante fournitures de services
Aurel Leven Nexstage	(obj. 30)	-	-	Médias et services technologiques
Innovacom V	108 (obj. 120)	4/06/2003	15	TIC
Elaïa Venture	42 (obj. 42)	16/12/2002	12	Logiciels
Bio Discovery 2	(obj. 120)	-	-	Biotechnologies, entre phase pré et post clinique
<b>TOTAL</b>	<b>406</b>		<b>66,57</b>	

Les engagements du Fonds de promotion atteignent à ce jour 100 M€ dont 79 M€ pour les fonds déjà constitués.

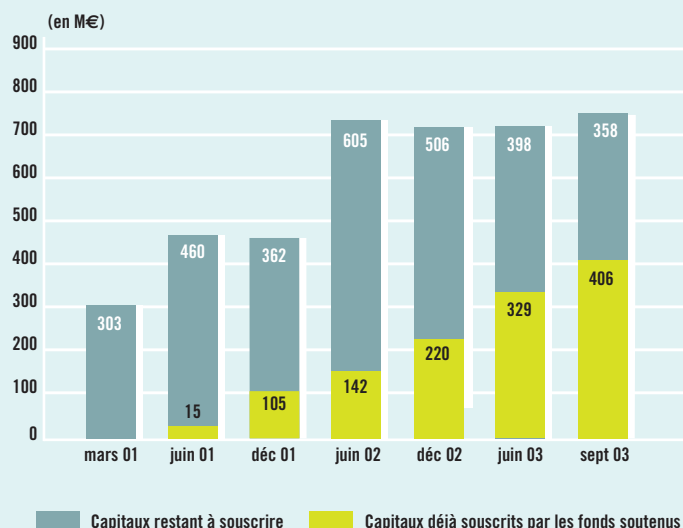
Les souscriptions effectuées par le Fonds de promotion dans ces huit fonds constitués s'élèvent à 66,6 M€ et les versements à 15,9 M€.

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

ÉQUIPE	Équipe ancienne créant un nouveau FCPR	Équipe ancienne prenant son indépendance dans le cadre d'un FCPR	Équipe nouvelle	
	Avec sponsor	Sans sponsor	Avec sponsor	Sans sponsor
FONDS	Bio Discovery 1 Innovacom V Axa Venture 4	Auriga II	Truffle Venture Alven Capital 2 Elaïa	H2i
<b>Capitaux souscrits en M€</b>	<b>193</b>	<b>114</b>	<b>86</b>	<b>13</b>

Les équipes nouvelles ont aujourd'hui plus de difficultés à lever des fonds que les équipes anciennes. La présence d'un sponsor apparaît quasi indispensable pour réaliser un premier closing.

Les 100 M€ engagés permettront aux FCPR financés de réunir 764 M€ (effet levier de 7,6)



Entre juin et septembre 2003, un projet de fonds a été abandonné par ses promoteurs.

Le montant des engagements du Fonds de promotion atteint ainsi les 2/3 de son enveloppe initiale (150 M€), ce qui est légèrement inférieur au rythme d'investissement prévu (150 M€ sur trois ans, soit 125 M€ sur 30 mois).

Les montants effectivement souscrits et décaissés sont inférieurs aux objectifs initiaux, ce qui s'explique par les difficultés rencontrées par les fonds de capital risque en 2002 et en 2003 pour lever des capitaux auprès des investisseurs privés.

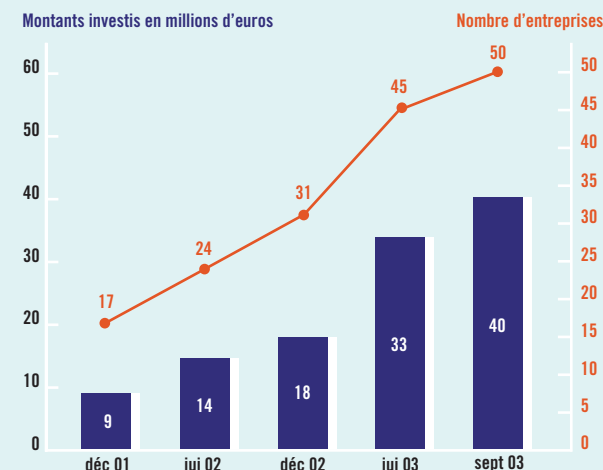
## 2. Un rythme d'investissement qui s'accélère

Au 30 septembre 2003, les huit fonds souscrits à hauteur de 406 M€ ont appelé 97,5 M€, soit 24 % de leurs engagements de souscription.

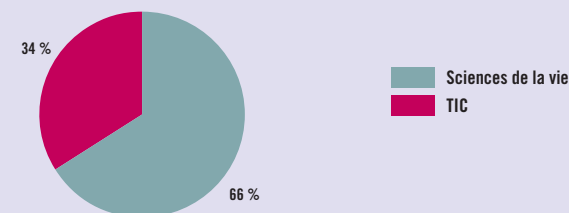
40 M€ ont été investis dans cinquante entreprises, dont trente-trois dans le secteur des sciences de la vie. Ceci s'explique par le fait que parmi les huit fonds souscrits, deux (Biodiscovery 1 et H2I) sont entièrement dédiés aux biotechnologies, un (Auriga Venture II) s'est engagé à consacrer plus de 50 % de ses

investissements à ce secteur et deux autres (Axa Venture 4 et Truffle Venture) au moins un tiers de leurs investissements.

### L'activité des fonds financés

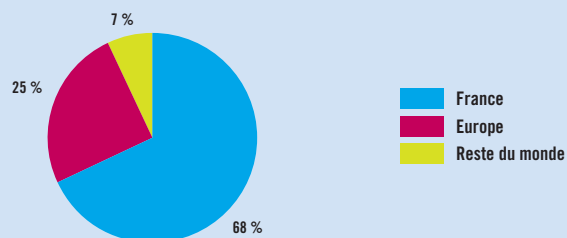


### Répartition sectorielle des investissements



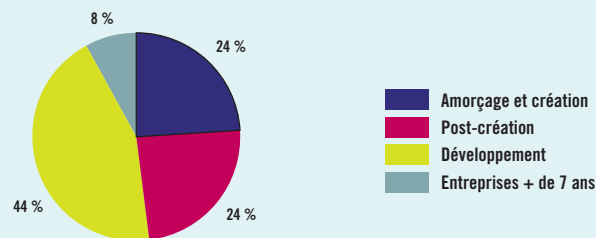
Le pourcentage des sociétés dans le domaine des sciences de la vie (66 %) a baissé par rapport à l'année précédente. Toutefois, il est à noter que le chiffre 2002 (94 %) n'était pas significatif car les investissements provenaient pratiquement tous d'un fonds dédié aux biotechnologies. Ce chiffre devrait continuer à baisser au fur et à mesure de la montée en puissance des nouveaux fonds dédiés aux TIC (Innovacom et Elaïa notamment).

Répartition géographique des capitaux



Côté répartition géographique, la décomposition des capitaux reste comparable à celle du Fonds public et du Fonds BEI. On constate notamment une faible présence des investisseurs étrangers hors Europe (7 % des engagements de souscriptions contre 8 % pour le Fonds public). Ces pourcentages évoluent peu par rapport à l'année précédente (capitaux français 68 % contre 66 % en 2002).

Répartition des investissements par stade de développement



Enfin, la part des investissements réalisés au stade de l'amorçage/création (24 %) se situe à un niveau inférieur de celui des Fonds public et BEI pour le capital risque (41 %). Ceci s'explique notamment par de nombreux investissements réalisés par le FPCR dans des sociétés de biotechnologie qui ont entre 3 et 5 ans. En outre, les investissements dans les entreprises de plus de 7 ans sont plus faibles 8 % contre 12 %.

# Étude du portefeuille sous-jacent

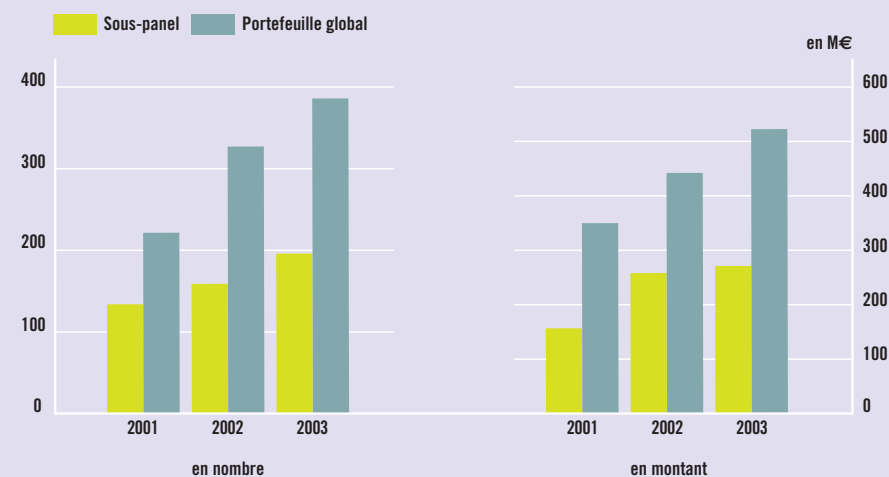
## 1. Méthodologie

Cette étude est le résultat de l'exploitation d'une partie spécifique du portefeuille sous-jacent de 388 sociétés du Fonds public, du Fonds BEI et du Fonds de promotion, pour le capital risque au 30 septembre 2003.

La méthodologie a consisté à identifier dans ce portefeuille global les seules 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 encore ayant déposé le bilan.

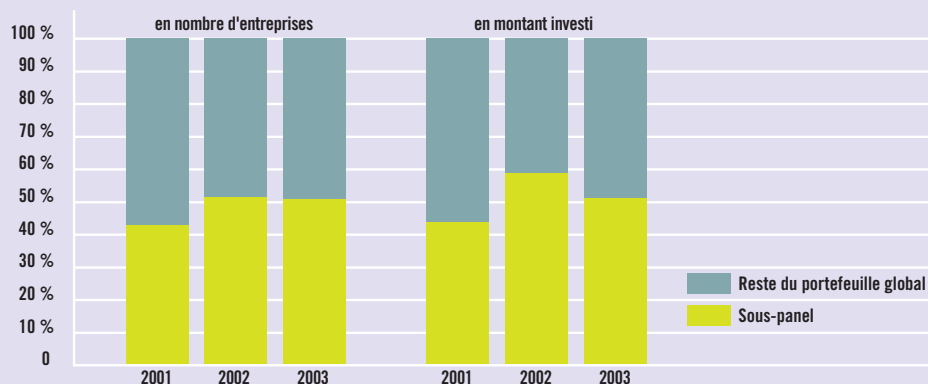
### Évolution de la taille du sous-panel



Il est important de souligner ici l'importance de l'homogénéité des méthodes de provisionnement. C'est pourquoi FP Gestion impose dans le règlement intérieur de chaque fonds l'adoption et le suivi des recommandations de l'EVCA et de l'AFIC en la matière. Par ailleurs, 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.

Ces critères de sélection conduisent en 2003 à un sous-panel de 196 sociétés, ce qui représente 51 % en nombre et en montant du portefeuille global. Ce pourcentage est identique à celui de 2002, ce qui semble traduire une stabilité du portefeuille. Toutefois, cette apparente stabilité résulte d'un accroissement des sociétés provisionnées à plus de 50 %, ainsi que d'une diminution du nombre des sociétés réévaluées comme il sera analysé ci-après.

### Évolution de la part du sous-panel dans le portefeuille sous-jacent global

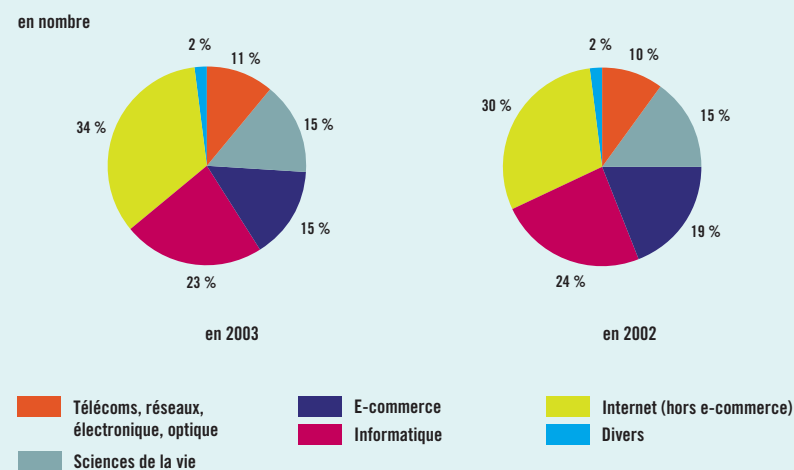


## 2. Classification sectorielle

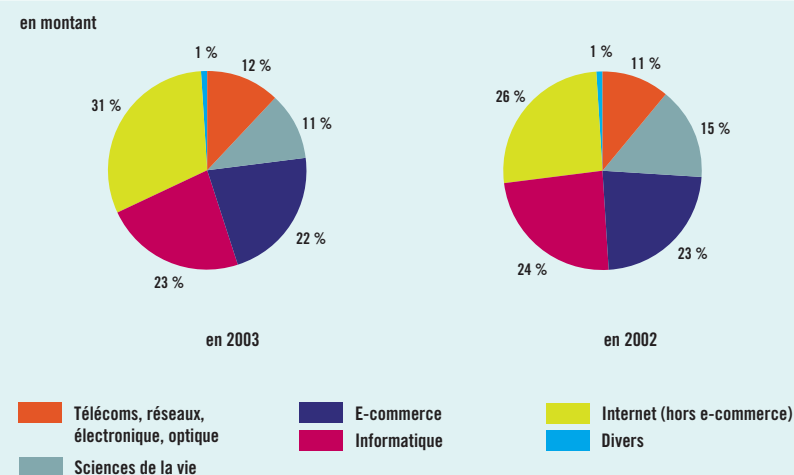
La classification retenue distingue cinq grands domaines :

- Les télécoms, les réseaux, l'électronique, l'optique,
- L'e-commerce,
- L'informatique,
- L'internet (hors e-commerce),
- Les sciences de la vie.

### Répartition des entreprises dans le sous-panel par secteur d'activité



### Répartition des entreprises dans le sous-panel par secteur d'activité

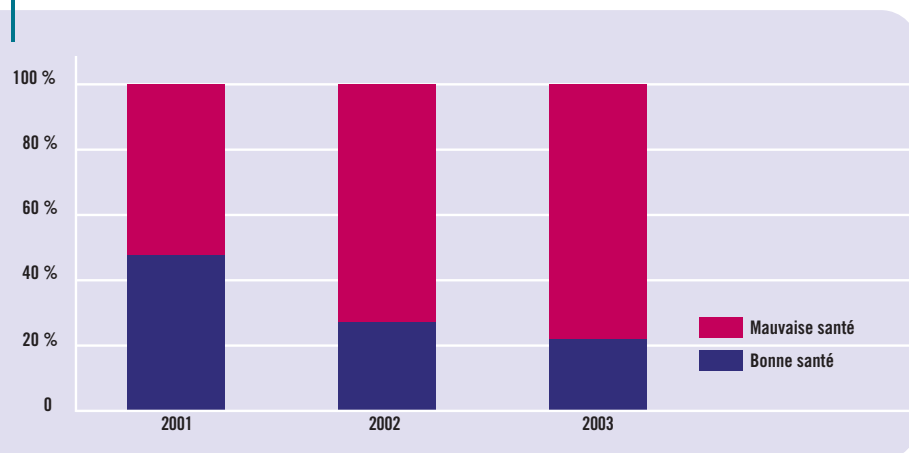


En 2003, le sous-panel reste encore fortement dominé par les entreprises du secteur des TIC qui représente 83 % des sociétés et 86 % des montants investis. Ceci s'explique par le caractère relativement récent de la prise d'intérêt des investisseurs vis-à-vis du secteur des sciences de la vie. De plus, ces entreprises nécessitent une phase de maturation préalable plus longue avant toute revalorisation, ce qui les exclut par construction plus longtemps du sous-panel.

La part de tous les secteurs reste à peu près stable, à l'exception de l'Internet hors e-commerce, en légère augmentation en nombre et en montants, au détriment du secteur du e-commerce.

### 3. Les portefeuilles ont continué à se dégrader en 2003

Évolution du nombre des sociétés en bonne santé dans le sous-panel en 2003

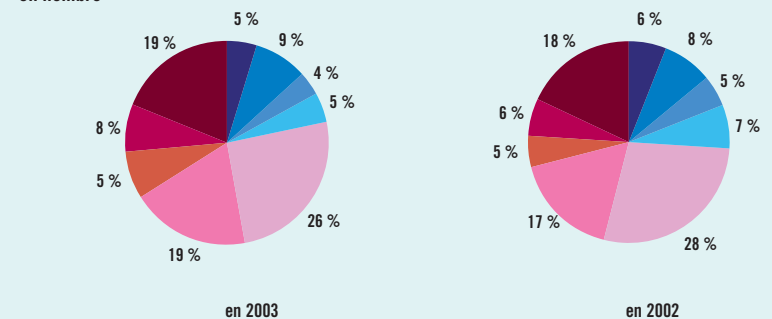


Le pourcentage de sociétés en « mauvaise santé » a continué de croître en 2003 en s'établissant à 78% des sociétés du sous-panel, alors qu'il ne s'élevait qu'à 73% en 2002 et à 52% en 2001. Le nombre total de sociétés en « mauvaise santé » est ainsi passé de 122 à 153 sur cette période.

Sur ces 122 sociétés, 90% sont restées en « mauvaise santé » et 8,5% seulement sont revenues en position neutre autour de leur prix de revient. A l'inverse, seules 25% des sociétés en « bonne santé » en 2002 sont restées dans cette position, la majorité revenant en position neutre et 7% en « mauvaise santé ». Enfin 20% des sociétés en position neutre en 2002 sont passées en « mauvaise santé ».

### Répartition des entreprises dans le sous-panel par état de participation

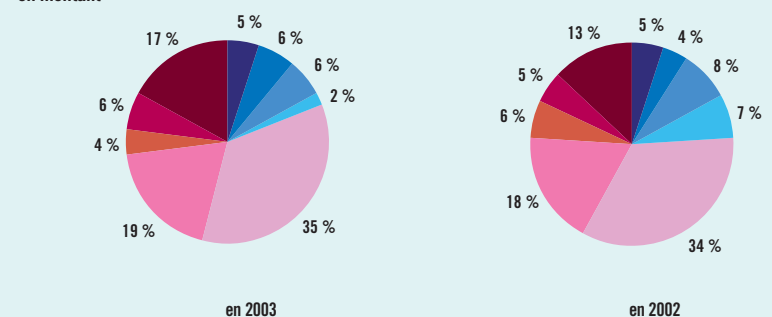
en nombre



Bénéfice sur cotation (bleu foncé), Bénéfice sur cession (bleu clair), Réévaluée à + de 100 % (bleu très clair),  
 Réévaluée à + de 50 % (cyan), Provisionnée à + de 50 % (rose pâle), Provisionnée à 100 % (rose),  
 Perte sur cession (orange), Perte sur cotation (rouge), Dépôts de bilan (maroon)

### Répartition des entreprises dans le sous-panel par état de participation

en montant



Bénéfice sur cotation (bleu foncé), Bénéfice sur cession (bleu clair), Réévaluée à + de 100 % (bleu très clair),  
 Réévaluée à + de 50 % (cyan), Provisionnée à + de 50 % (rose pâle), Provisionnée à 100 % (rose),  
 Perte sur cession (orange), Perte sur cotation (rouge), Dépôts de bilan (maroon)

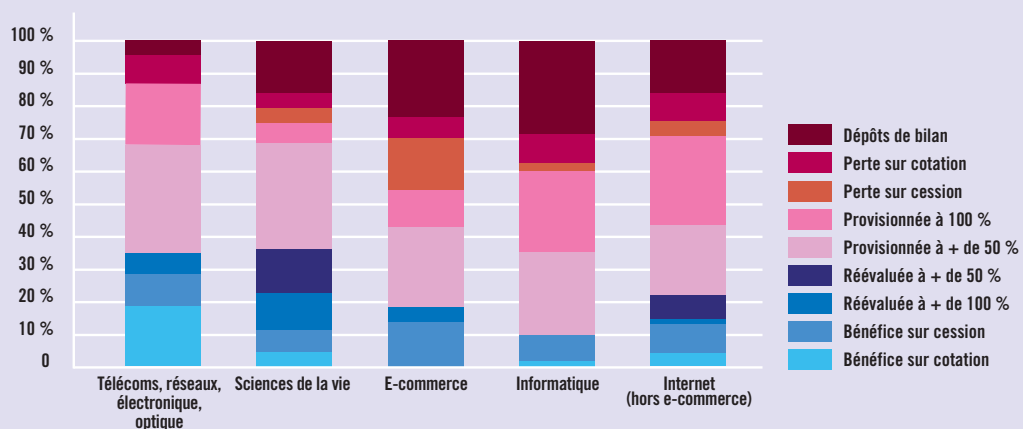
L'étude détaillée de la sinistralité montre les éléments suivants :

- le nombre de sociétés en dépôt de bilan ou provisionnées à 100 % diminue légèrement de 383 en 2002 à 79 en 2003, ce qui signifie que certaines sociétés ont réussi à rétablir une situation qui semblait très compromise, probablement en ayant adapté leur structure de coûts.

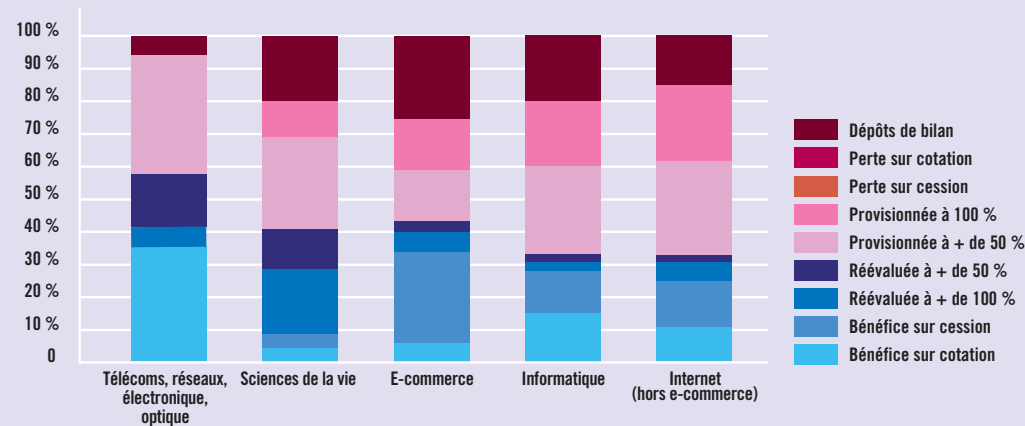
- en revanche, le nombre et le pourcentage de sociétés provisionnées entre 50 % et 100 % a sensiblement augmenté en passant de 45 % en 2002 à 54 % en 2003, ce qui explique que la conjoncture continue à se dégrader et que les fonds poursuivent l'ajustement de la valorisation de leurs lignes.
- la part du nombre de dépôts de bilan est restée constante autour de 17 % en 2003 contre 18 % en 2002, soit trente-trois sociétés, ce qui, rapporté au portefeuille global (8,5 % en nombre et 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 continué de diminuer en passant à 8 % en nombre (pour 12 % en 2002 et 20 % en 2001) ;
- 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 industrielles sont a contrario majoritairement bénéficiaires.

#### 4. L'ensemble des secteurs des technologies de l'information et de la communication ont souffert en 2003, alors que les sciences de la vie ont bien résisté

Répartition du sous-panel par secteur d'activité et état de la participation en 2003



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



Les secteurs les plus sinistrés en 2003 sont ceux de l'informatique et du e-commerce pour lesquels le taux de sociétés en « mauvaise santé » dépasse 80 %, et dans une moindre mesure celui de l'Internet (hors e-commerce).

La proportion de dépôts de bilan et de sociétés provisionnées à 100 % a singulièrement augmenté pour le secteur télécom/réseaux (43 % en 2003 à comparer à 7 % en 2002), et informatique (51 % en 2003 pour 40 % l'année précédente).

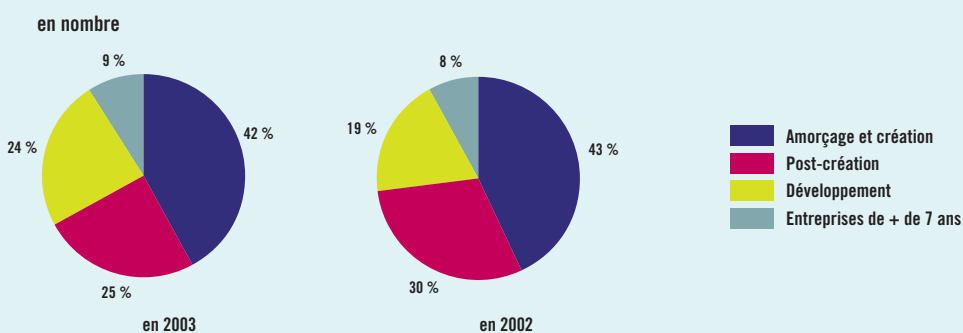
Par ailleurs, tous les secteurs voient leur part de sociétés revalorisées diminuer, à l'exception du secteur des sciences de la vie qui garde une part à peu près constante : ceci s'explique par la durée de la période de maturation préalable plus importante dans ce secteur (tests cliniques...), mais aussi par la poursuite de tours ultérieurs de financement sur des valorisations croissantes. Enfin, il est important de noter que les sociétés réévaluées en 2002 dans les domaines de l'optique et de l'électronique ont été soit valorisées à leur prix de revient, soit provisionnées.

## 5. Le taux de sinistralité reste indépendant du stade d'investissement dans les sociétés

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 :

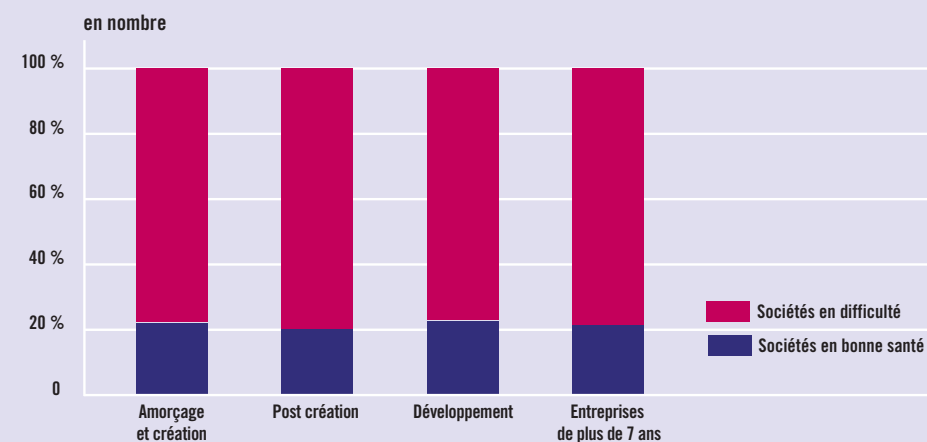
- l'amorçage et la création (première année de vie),
- la post-crétion (la seconde et la troisième années),
- le développement (quatre à sept ans),
- les entreprises de plus de sept ans.

Répartition du sous-panel par stade d'investissement

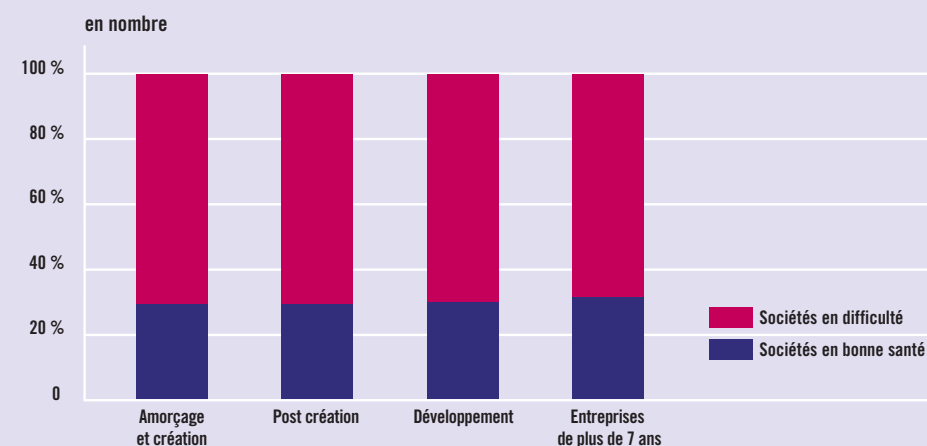


Le sous-panel contient 67% (contre 75% en 2002 et 69% en 2001) de sociétés dans lesquelles les investisseurs ont investi au stade de l'amorçage, création ou post-crétion, conformément à la stratégie d'investissement du FPCR. La part du stade « développement » s'est sensiblement accrue depuis 1 an.

Répartition du sous-panel par stade d'intervention et par état de participation en 2003



Répartition du sous-panel par stade d'intervention et par état de participation en 2002

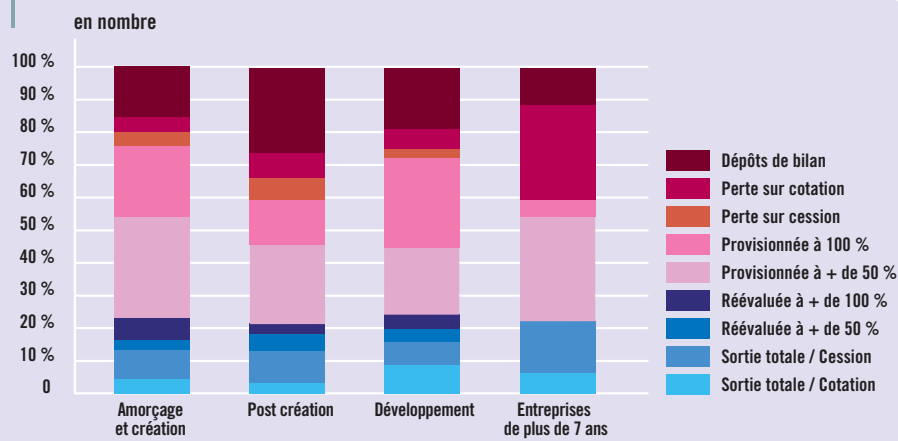


Plusieurs constats peuvent être réalisés :

- le taux de sociétés en mauvaise santé atteint un niveau identique de 79% pour l'ensemble des stades, contredisant l'idée d'un risque plus important généralement attribué à l'amorçage ;

- néanmoins, l'analyse en montants montre, que l'investissement au stade du développement (entre 4 et 7 ans) est moins risqué que pour les autres stades, ce qui peut s'expliquer par les perspectives plus faciles et plus importantes de revalorisation des sociétés à ce stade de maturité.
- 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.

Détail de la répartition du sous-panel par stade d'intervention et état de la participation en 2003



Détail de la répartition du sous-panel par stade d'intervention et état de la participation en 2003

