

Le capital amorçage

ETUDE | 2003



Sommaire

- 2 Édito
- 4 Chiffres clés 2002
- 5 Faits marquants 2002
- 6 L'engagement de CDC PME dans l'amorçage
- 9 Introduction et méthodologie
- 11 Les montants disponibles
- 16 Analyse des investissements 2002
- 23 Origine des investissements 2002
- 27 Analyse de la gestion des fonds d'amorçage
au 31 décembre 2002

Le ralentissement du marché du capital risque observé en 2001 s'est poursuivi en 2002.

Les levées de fonds des sociétés de gestion expérimentées ont souvent été inférieures aux attentes, tandis qu'elles sont restées sans suite pour la plupart des équipes nouvelles. En terme d'investissements, l'activité des organismes est restée réduite et peu de nouvelles sociétés ont été financées.

Parallèlement les perspectives de sortie sont toujours aussi réduites : les cessions industrielles sont limitées par la prudence financière des grands groupes et les marchés boursiers, notamment ceux dédiés aux valeurs de croissance, restent fermés.

Les 15 fonds de capital risque d'amorçage dont CDC PME est promoteur aux côtés des organismes de recherche et d'autres grands investisseurs du marché ont, dans ce contexte, joué leur rôle contra cyclique et conservé leur approche de long terme.

Forts de 200 millions d'euros de capitaux sous gestion, mobilisant 34 professionnels, ils ont dû, comme l'an dernier, faire face à de très sérieuses difficultés de refinancement des entreprises en portefeuille.

Ils ont néanmoins financé 41 nouvelles jeunes entreprises technologiques, portant à plus d'une centaine le nombre de leurs lignes.

Ils l'ont fait en maintenant le professionnalisme et la sélectivité qui les caractérisent, conformément à leur mission, qui est de contribuer au développement qualitatif et quantitatif du marché du capital risque dont ils sont désormais des acteurs reconnus, et pour certains significatifs : I-Source Gestion et Emertec Gestion se classent en montant dans la liste des 30 principaux intervenants du capital risque français en 2002.

Leurs résultats incitent CDC PME et ses partenaires à poursuivre leur action.

Dans le cadre du Plan innovation du gouvernement, de nouveaux fonds de capital risque d'amorçage sur des secteurs non couverts sont en projet ou en cours de lancement, de même que le renforcement des moyens des fonds existants qui le nécessitent.

Des réflexions sont en cours pour conforter la reprise du marché lorsqu'elle se produira.

Quelques signaux positifs ont commencé à apparaître depuis le début de l'année 2003 : les investissements informatiques reprennent peu à peu, les marchés boursiers semblent se stabiliser et les acteurs du capital risque reprennent un rythme d'investissement plus soutenu.

Ces signaux doivent être considérés avec prudence, mais sont encourageants.

Quoiqu'il en soit en 2003, et s'il est clair que sans une reprise tangible la situation du financement de l'innovation restera difficile, c'est à long terme que ce financement doit être considéré et par le développement d'un marché consistant et efficient qu'il peut être amélioré.

Albert Ollivier
Président



Chiffres clés 2002

Investissements de CDC PME dans les fonds d'amorçage

- **6** fonds nationaux
- **9** fonds régionaux
- **49,3** millions d'euros d'engagements cumulés dans les fonds d'amorçage à fin 2002
- Taux de participation moyen de **26 %** dans ces fonds

Portefeuille des fonds d'amorçage

- **191** millions d'euros de fonds gérés (+13 %)
- **113** entreprises en portefeuille (+57 %), dont **40** dans les sciences de la vie
- **71** entreprises en portefeuille ont un lien avec la recherche publique
- **46,7 %** sont passés par une structure d'incubation publique dont **62 %** pour les seuls fonds régionaux
- **34** collaborateurs

Activité 2002 des fonds d'amorçage

- **17,9** millions d'euros investis dans des PME et PMI (+42 %), à travers **75** opérations
- **28 %** des montants investis destinés à des refinancements
- **12,8** millions d'euros alloués à de nouveaux investissements (+51 %)
- **41** nouvelles entreprises financées, dont **16** dans le domaine des sciences de la vie
- Un effet de levier de **2,2** sur les montants apportés par les autres investisseurs en capital risque



Faits marquants 2002

- **Le nombre d'acteurs de l'amorçage est désormais conséquent avec 17 fonds totalement dédiés au capital risque d'amorçage** y compris les fonds d'amorçage du portefeuille du Fonds public et du Fonds BEI*.
- **L'activité d'investissement des fonds d'amorçage est en croissance de 42 % en 2002**, malgré le contexte général difficile du capital risque. Les fonds ont investi 17,9 millions d'euros et 41 nouvelles PME ont bénéficié l'an dernier de financements d'amorçage. Cette dynamique est partagée par les fonds nationaux et régionaux.
- **Les capitaux à disposition des fonds d'amorçage ont progressé de 13 % par rapport à 2001** pour atteindre 191 millions d'euros en 2002. Les nouveaux capitaux apportés ont permis de renforcer plusieurs fonds existants et de créer deux nouveaux fonds régionaux.
- **Les fonds d'amorçage jouent pleinement leur rôle dans la valorisation de la recherche publique** puisque 63 % des PME – soit 71 entreprises – dans lesquelles ils ont investi sont soit issues, soit partenaires d'organismes publics de recherche. Cette proportion est en croissance constante depuis la mise en place des fonds. Ce lien avec la recherche publique est en particulier très fort dans le domaine des sciences de la vie (88 % des projets).
- **Les fonds d'amorçage ont eu un effet de levier de 2,2 en 2002 sur les montants apportés par les autres investisseurs en capital risque.** Sur les 113 entreprises en portefeuille, 68 ont été financées par une syndication de plusieurs investisseurs.
- **Une majorité (62 %) des projets financés par les fonds régionaux est passée par une structure d'incubation publique** mais cette proportion reste minoritaire dans le portefeuille des fonds d'amorçage nationaux (32 %). Dans l'ensemble, le lien entre fonds d'amorçage et structures d'incubation publiques est en progression constante depuis 4 ans, et reste très fort dans le domaine des sciences de la vie (78 % des projets).

* Ces fonds de fonds sont gérés par FP Gestion, filiale à 100 % de CDC PME, agréée par la COB pour la gestion de FCPR ouverts à des tiers.



L'engagement de CDC PME dans l'amorçage

Filiale de la Caisse des dépôts, créée en 1998, CDC PME a pour mission d'accroître l'offre de fonds propres dédiée aux jeunes entreprises à potentiel de croissance. Investisseur actif, CDC PME initie ou participe au montage de fonds et des équipes de gestion dans des secteurs d'activité et des segments de marché insuffisamment couverts par les acteurs traditionnels du capital risque, tout en escomptant une rentabilité liée à celle traditionnellement observée sur le segment du marché considéré.

Les principes d'intervention de CDC PME visent un effet d'entraînement sur le marché et sur les acteurs économiques (secteur privé, organismes publics de recherche et d'enseignement, collectivités) : la présence des actionnaires privés au tour de table des fonds est significative (> 30 %) ; ils sont même fréquemment majoritaires. Par ailleurs, CDC PME encourage la formation d'équipes nouvelles, qu'elle accompagne en étant représentée aux conseils d'administration ou de surveillance des sociétés de capital investissement ou des sociétés de gestion des fonds communs de placement dont elle est actionnaire, ainsi qu'aux différents comités de pilotage des fonds (comités d'investissement, comités stratégiques ou d'orientation, comités de rémunération, etc.).

Des fonds de capital risque spécialisés dans le financement et l'accompagnement en amorçage

Les fonds d'amorçage investissent en fonds propres dans des entreprises innovantes à fort contenu technologique et à fort potentiel de développement, à la création de l'entreprise ou au premier tour de son financement, c'est-à-dire à un stade où elles n'ont le plus souvent pas encore entamé le développement de leurs produits ni généré de chiffre d'affaires significatif. Les équipes des fonds d'amorçage assurent en outre leur accompagnement en leur apportant un appui technologique, commercial et humain pour les aider à acquérir des partenariats et références de qualité et à présenter un premier chiffre d'affaires significatif.

La présence des actionnaires privés au tour de table des fonds est significative

Le fonds d'amorçage s'implique dès les premières étapes de la vie de l'entreprise. Il aide le porteur de projet à élaborer son modèle économique et à constituer son équipe. Il accompagne ainsi l'entreprise jusqu'au relais pris par le capital risque et éventuellement au-delà. Présentant une forte composante technologique, les entreprises financées ont fréquemment un lien étroit avec la recherche publique ; depuis la loi sur l'innovation de 1998, de plus en plus de créateurs d'entreprise en sont d'ailleurs issus.

Tous les fonds cités dans cette étude rassemblent capitaux publics et privés et sont gérés par des sociétés de gestion privées.

Des fonds nationaux sectoriels et des fonds régionaux

En partenariat avec de grands organismes publics de recherche (INRA, INRIA, INSERM, CEA, CNRS, GET...) et des institutionnels privés (Alcatel, Axa, Caisses d'Épargne...), CDC PME a financé et accompagné la création de 6 fonds d'amorçage nationaux thématiques dans les domaines des nouvelles technologies de l'information et de la communication (I-Source et I-Source2 consacrés aux logiciels, C-Source au multimédia et T-Source aux télécommunications), des biotechnologies (Bioam) et de l'électronique et des matériaux (Emertec).

CDC PME participe également à la création de fonds d'amorçage régionaux. Sept grandes régions (Auvergne-Limousin, Ile-de-France, Midi-Pyrénées, Nord-Pas-de-Calais, Picardie, Provence-Alpes-Côte-d'Azur et Rhône-Alpes) disposent désormais de fonds d'amorçage qui interviennent localement en faveur des entreprises à technologie innovante, tous secteurs confondus. CDC PME a aussi contribué au lancement de fonds d'amorçage dédiés à des centres d'excellence technologique de rayonnement international : Génopole 1^{er} Jour au Génopole d'Évry et Sophia Euro Lab à Sophia-Antipolis.

Couvrir l'ensemble des domaines technologiques où des financements en amorçage sont nécessaires

Enfin pour couvrir l'ensemble des domaines technologiques où des financements en amorçage sont nécessaires, CDC PME a participé en 2003 à la création du fonds Emertec Énergie Environnement dédié aux secteurs de l'énergie et de l'environnement. Au-delà, l'action de CDC PME vise désormais à accompagner et pérenniser le dispositif mis en place, notamment :

- dans le cadre du Plan pour l'innovation décrété par le gouvernement, en renforçant les fonds existants afin de leur donner les moyens d'accroître le nombre de leurs investissements en amorçage et d'accompagner les PME de leur portefeuille ;
- et en préparant la nouvelle génération de fonds qui succéderont à ceux déjà en place. Le fonds Emertec 2 (micro et nano-technologies) sera ainsi lancé d'ici la fin de l'année 2003.



Introduction-Méthodologie

Cette étude présente une analyse détaillée de l'activité des 15 fonds d'amorçage dont CDC PME était actionnaire ou souscripteur au 31 décembre 2002. Ils se répartissent en 9 fonds régionaux* (Secant, Génopole 1^{er} Jour, FAM, Primavera^{**}, Sophia Euro Lab, Le Lanceur, Cap Decisif, Amorçage Rhône-Alpes et Inovam) et 6 fonds nationaux (I-source, Emertec, Bioam, C-source, T-source, I-source2).

Cette enquête peut être considérée comme représentative du marché du capital amorçage en France, compte tenu du nombre d'organismes impliqués et du poids qu'ils représentent sur ce segment. Toutefois, les résultats présentés ne prétendent pas à l'exhaustivité. Certaines équipes de capital risque investissent également chaque année en phase d'amorçage dans quelques entreprises. Certains fonds sont par ailleurs explicitement dédiés au capital risque d'amorçage ; c'est le cas notamment de Techfund Capital Europe et Seeft Ventures qui comptent parmi leurs souscripteurs le Fonds public et le Fonds BEI pour le capital risque, gérés par FP Gestion, filiale à 100 % de CDC PME. Ainsi, pour donner un aperçu plus large du poids de l'amorçage en France en 2002, cette édition mentionnera, pour quelques indicateurs clefs, des données prenant également en compte ces deux acteurs.

Sauf mention contraire, l'étude présente des chiffres à fin 2002. Toutefois des estimations sur le premier semestre 2003 seront apportées pour les indicateurs les plus significatifs. À l'occasion de cette seconde édition de l'étude, certaines données présentées l'an dernier ont été affinées : cela peut expliquer les faibles variations observées sur des chiffres relatifs aux années antérieures à 2001 entre les deux éditions.

* Pour les données antérieures à 2002, le fonds régional d'amorçage Premier Pas SA, actif sur la région Basse-Normandie et qui a cessé son activité en 2002, est également pris en compte.

** CDC PME est actionnaire ou souscripteur direct de l'ensemble de ces organismes, à l'exception de Primavera. CDC PME est actionnaire du groupe Viveris, auquel est rattaché Primavera.

L'enquête se présente en trois parties :

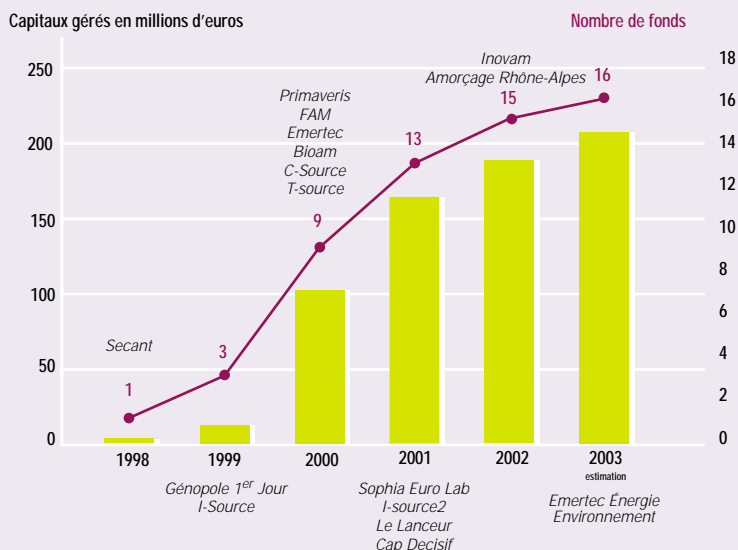
- **la première partie dresse un panorama général des montants dédiés** au capital risque d'amorçage et des souscripteurs présents aux côtés de CDC PME dans les fonds ;
- **la deuxième partie présente l'analyse détaillée de l'activité d'investissement** des fonds en 2002 ;
- **la troisième partie s'intéresse au flux d'affaires et à la gestion des fonds d'amorçage** par l'analyse de leur effectif et de leur rentabilité.

Les montants disponibles

Une croissance continue des fonds gérés

À fin 2002, CDC PME est souscripteur de 15 fonds de capital risque d'amorçage. Les capitaux gérés par ces fonds ont continué leur progression pour atteindre 191 millions d'euros fin 2002, soit +13 % par rapport à 2001. Les 22 millions d'euros levés en 2002 l'ont été dans le cadre du renforcement de certains fonds nationaux et régionaux existants et à l'occasion de la mise en place de deux nouveaux fonds d'amorçage régionaux : Inovam en région Nord-Pas-de-Calais et Amorçage Rhône-Alpes en région Rhône-Alpes.

Évolution des capitaux gérés et du nombre de fonds



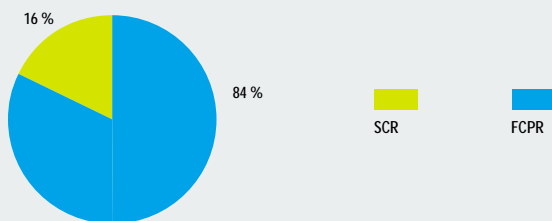
Si l'on inclut les fonds d'amorçage du portefeuille du Fonds public et du Fonds BEI (Seeft Ventures, créé en 1999, et Techfund Capital Europe, créé en 2000) on constate qu'un total de 239 millions d'euros est ainsi géré par ces 17 fonds totalement dédiés au capital risque d'amorçage.

Des fonds majoritairement gérés sous forme de FCPR

Les fonds d'amorçage mis en place sont pour moitié (9 sur 17) des Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR) et pour moitié des Sociétés de Capital Investissement (Sociétés anonymes ou Sociétés par actions simplifiées ayant choisi le statut fiscal de Société de capital risque).

En terme de montants, la proportion des fonds gérés sous forme de FCPR reste stable à 84 %. Les fonds d'amorçage nationaux sont tous des FCPR. La plupart des fonds régionaux sont des organismes de plus petite taille (moins de 10 millions d'euros sous gestion) qui ont adopté une structure de Société de capital investissement plus adaptée aux montants dont ils ont la gestion.

Part des FCPR et des SCR dans le total des montants gérés



Des contributeurs publics et privés variés

CDC PME est le premier contributeur des fonds d'amorçage, avec 49,3 millions d'euros d'engagement dans leur capital. Ce montant est en progression de 4,4 % par rapport à 2001.

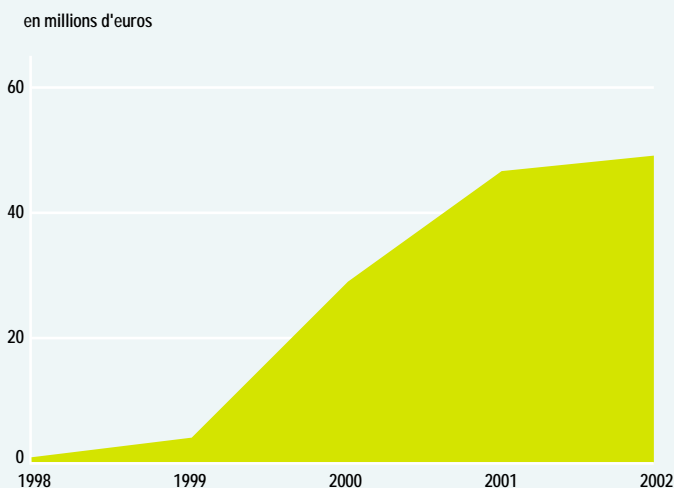
À l'origine de 26 % des montants sous gestion, l'investissement de CDC PME génère un effet de levier significatif sur le total des fonds levés par les fonds d'amorçage : il s'élève à 3 pour les fonds nationaux et à 2,4 pour les fonds régionaux.

En 2002, CDC PME a engagé 2,1 millions d'euros dans les levées de fonds de

ces organismes, soit 9 % du total des fonds levés. Elle a participé à 3 opérations en 2002 : 2 créations d'organismes (Inovam et Amorçage Rhône-Alpes) et 1 opération de renforcement d'organisme déjà en portefeuille (Génopole 1^{er} Jour).

Avec 49,6 millions d'euros investis, soit un montant total équivalent à CDC PME, **les sociétés de capital investissement** sont les premiers contributeurs privés des fonds d'amorçage. Ces souscripteurs sont des co-investisseurs privilégiés dans les PME financées par les fonds d'amorçage. Parmi eux, AXA Private Equity est le principal partenaire privé de CDC PME sur ce segment ; il est présent dans 7 fonds pour un investissement total de 15,5 millions d'euros environ (8 % du total des fonds levés), avec le plus souvent un rôle actif de promoteur.

Montants investis par CDC PME dans les fonds d'amorçage



La participation active et financière (31,5 millions d'euros investis) des **organismes publics de recherche** dans les fonds est bénéfique pour la valorisation de la recherche publique par le transfert de technologies vers des entreprises : en particulier, ces organismes apportent aux fonds d'amorçage une expertise technique précieuse et un flux de dossiers de qualité. Ainsi, INRIA-Transfert, filiale de valorisation de l'Institut National de Recherche en Informatique et Automatique est promoteur aux côtés de CDC PME de 4 fonds dédiés aux technologies de l'information et de la communication, où il a investi près de 11,2 millions d'euros (8 % du total des fonds levés).

Les organismes publics de recherche souscrivent avec leurs propres ressources et/ou avec les sommes mises à disposition par l'État dans le cadre de l'Appel à projets (AAP) "Incubation et capital amorçage des entreprises technologiques" du ministère de la Recherche et du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. La participation totale de l'Appel à projets dans la constitution des fonds d'amorçage s'élevait fin 2002 à 14,6 millions d'euros, soit une progression de 1,6 million d'euros par rapport à l'an dernier. Cet apport représente 7,7 % des montants gérés par les fonds.

Les collectivités locales sont presque systématiquement présentes dans les fonds d'amorçage régionaux dont elles représentent 13 % de l'actionnariat. Leur participation montre tout l'intérêt qu'elles portent au développement d'un tissu vigoureux d'entreprises technologiques sur leur territoire.

Partenaire privilégié de la Caisse des dépôts dans ses activités sur le marché du capital risque et du capital investissement régional, le **Fonds Européen d'Investissement (FEI)** est devenu en 2003 un contributeur de premier plan dans les fonds d'amorçage. À ce jour, il a engagé 14,3 millions d'euros dans des fonds d'amorçage nationaux, soit une contribution en hausse de 43 % par rapport à 2001.

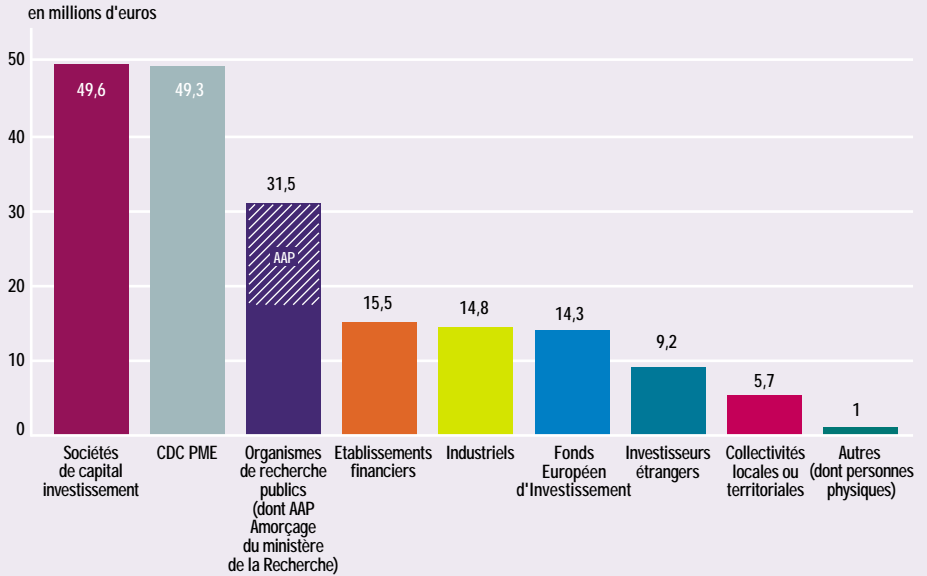
Outre le FEI, **les investisseurs institutionnels étrangers** apportent des montants significatifs puisque leurs investissements cumulés dans les fonds d'amorçage s'élevaient à 9,3 millions d'euros en 2002.

En particulier, CDC PME a établi des relations privilégiées avec la Bayerische Landesbank, dans le cadre du partenariat engagé par le Groupe Caisse des dépôts avec l'établissement financier bavarois. En 2002, CDC PME a souscrit à BioM VC, un fonds de capital risque et d'amorçage établi dans la région de Munich, dédié aux sciences de la vie, dont la Bayerische Landesbank est un promoteur. Cette dernière a pour sa part investi dans Cap Decisif et Sophia Euro Lab. CDC PME a également réalisé un investissement croisé avec la Caisse de Dépôts et de Placement du Québec, en investissant dans T2C2/Bio 2000, fonds d'amorçage québécois dédié aux sciences de la vie, tandis que la CDPQ investissait en France dans le fonds d'amorçage Bioam.

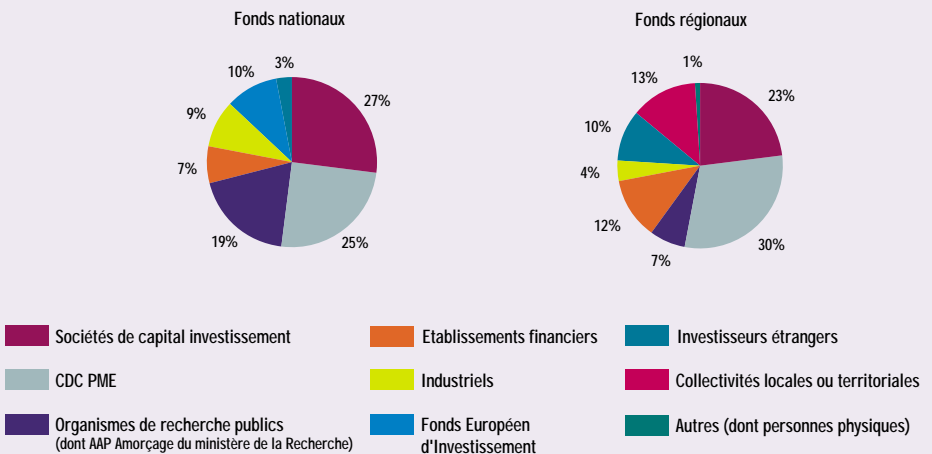
Hors du champ de la présente étude (qui se limite aux fonds opérant en France), CDC PME, la Caisse de Dépôt et de Gestion du Maroc et la Banque Européenne d'Investissement ont mis en place en 2002 Sindibad, le premier fonds d'amorçage marocain.

Les autres contributeurs regroupent des investisseurs financiers (15,5 millions d'euros), des industriels financiers (14,8 millions d'euros) et des particuliers.

Actionnariat des fonds d'amorçage



Répartition de l'actionnariat



Analyse des investissements 2002

L'investissement des fonds d'amorçage progresse fortement

En dépit d'un contexte difficile, les investissements des fonds d'amorçage ont connu une très forte progression en 2002 : 17,9 millions d'euros ont été investis en 2002, soit 42 % de plus qu'en 2001.

Le nombre d'opérations croît également : 75 opérations pour l'ensemble des fonds en 2002 contre 51 en 2001, soit +47 %. Les fonds régionaux sont à l'origine de près d'un quart de ces investissements, alors qu'ils ne représentaient qu'un huitième en 2001.

Cette forte croissance des investissements des fonds d'amorçage est à comparer avec la baisse marquée des investissements du capital risque : -12 % au niveau national (source AFIC¹) et -19,7 % au niveau européen (source EVCA²).

Évolution des investissements en montant et en nombre entre 2001 et 2002

Type de fonds	Montants investis en 2001 (en millions d'euros)	Montants investis en 2002 (en millions d'euros)	Évolution	Nombre d'opérations en 2001	Nombre d'opérations en 2002	Évolution
Régional	1,6	4	+ 166%	16	35	+ 119%
National	11,1	13,9	+ 25%	35	40	+ 14%
Total	12,7	17,9	+ 42%	51	75	+47%

1. Association Française des Investisseurs en Capital.
2. European Private Equity & Venture Capital Association.

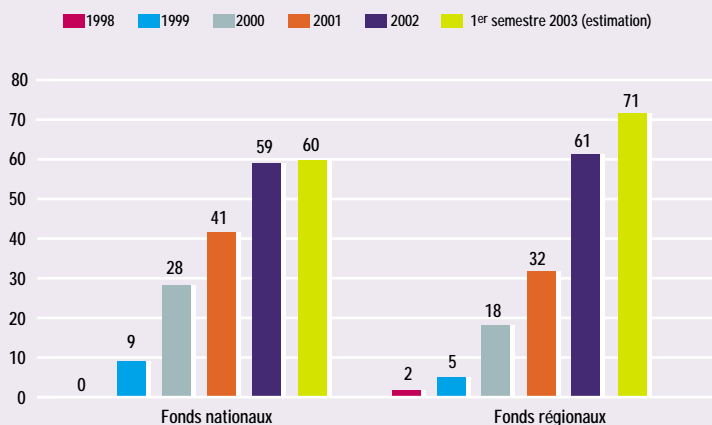
En incluant les fonds du portefeuille du Fonds public et du Fonds BEI, les montants investis en 2002 par les fonds dédiés au capital risque d'amorçage atteignent 20,9 millions d'euros.

Un nombre significatif de PME financées par les fonds d'amorçage

41 nouvelles PME ont été financées en phase d'amorçage par les fonds du portefeuille de CDC PME en 2002, portant le nombre total des entreprises financées fin 2002 à 113, soit une progression de 57 % par rapport à l'année précédente. Cette croissance du portefeuille sous-jacent des fonds se constate tant au plan régional (+107 %) que national (+39 %).

D'après de premiers éléments d'estimation sur l'année en cours, 11 nouveaux investissements ont été réalisés sur le premier semestre 2003.

Évolution du nombre total de PME en portefeuille³



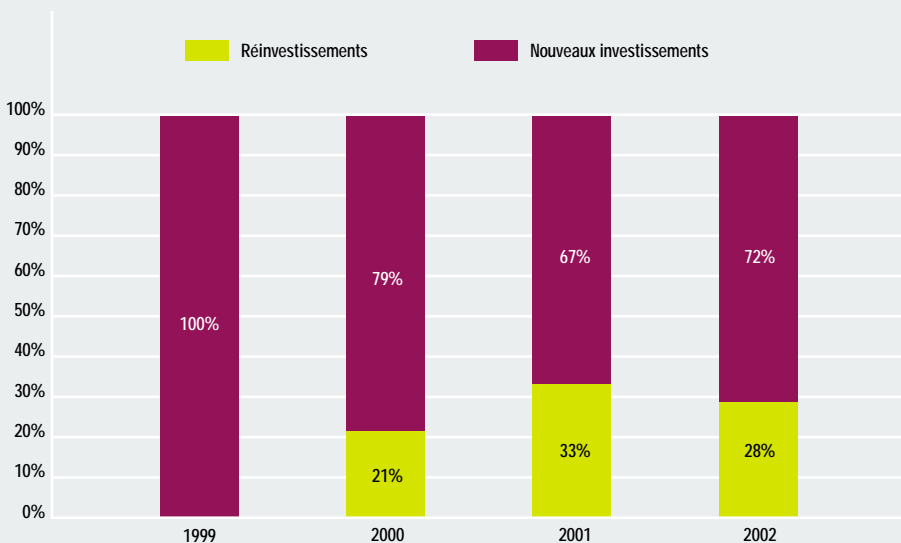
Si l'on inclut les fonds d'amorçage du portefeuille du Fonds public et du Fonds BEI, le nombre total de PME financées par les fonds dédiés au capital risque d'amorçage s'élève à 136.

3. La somme du nombre d'entreprises en portefeuille des fonds régionaux et nationaux peut dépasser le nombre total de PME financées, car certaines PME (sept exactement) ont à leur capital plusieurs fonds d'amorçage.

Les nouveaux investissements représentent une très large majorité des sommes investies

La part des nouveaux investissements progresse et représente plus des deux tiers des montants investis (72 % en 2002 contre 67 % en 2001).

Évolution de la répartition
des montants investis entre
les nouveaux investissements
et les refinancements



Les sommes consacrées par les fonds à des réinvestissement sur des sociétés de leur portefeuille restent importantes, et croissent en volume : elles représentent un total de 5,1 millions d'euros en 2002 contre 4,1 millions d'euros en 2001. En effet, les PME dans lesquelles les fonds les plus anciens ont investi en 1999 et 2000 ont dû pour la plupart lever de nouveaux capitaux pour poursuivre leur développement. Les fonds d'amorçage sont de plus en plus amenés à participer aux tours successifs de leurs participations, d'une part à cause de la difficulté persistante à trouver des partenaires financiers dans un marché du capital risque qui reste morose, et d'autre part pour protéger leur propre intérêt en restant des actionnaires de référence et limiter ainsi leur dilution et les clauses d'éviction associées.

Évolution des montants investis par les fonds d'amorçage pour des nouveaux financements et des refinancements



Toutefois une large majorité des opérations est consacrée à la prise de participations dans de nouvelles PME. Sur les 75 opérations réalisées en 2002, seule une sur trois (37 %) concernait un refinancement : 47 consistaient en de nouveaux investissements contre 28 pour des refinancements. Les montants alloués à de nouveaux investissements sont également en forte progression : 12,8 millions d'euros en 2002 contre 8,5 millions d'euros en 2001, soit une progression de 51 %.

Cette politique active des fonds d'amorçage en faveur des nouveaux investissements s'inscrit à contre-courant du contexte actuel du capital risque. Selon l'indicateur Chausson Finance, les deux tiers (62 %) des opérations réalisées par des sociétés et fonds de capital risque concernaient au 2^e semestre 2002 un refinancement.

Un tiers des investissements est consacré aux sciences de la vie

L'analyse des investissements par secteur montre une croissance continue des investissements dans des jeunes entreprises des secteurs des sciences de la vie. 4 millions d'euros ont été investis dans ce secteur en 2002, contre 3,6 millions

d'euros en 2001, soit une progression de 11 %.

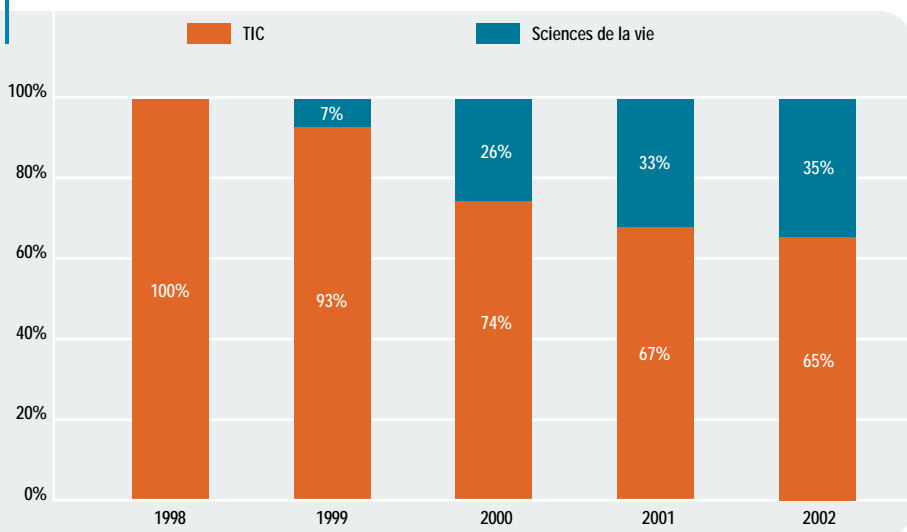
Après un recul entre 2000 et 2001, les sommes consacrées à des PME des secteurs des technologies de l'information et de la communication (informatique, télécommunications, micro-électronique, matériaux...) sont elles aussi en hausse significative (+54 %).

Évolution des montants investis par secteur d'activité

Secteur	2001 (en millions d'euros)	2002 (en millions d'euros)	Évolution
TIC	9,1	13,9	+ 54%
Sciences de la vie	3,6	4	+ 11%
Total	12,7	17,9	+ 42%

16 nouvelles PME du secteur des sciences de la vie ont été financées par les fonds d'amorçage en 2002, rejoignant les 24 entreprises déjà en portefeuille depuis 2000. La part du nombre de PME de ce secteur, financées par des fonds d'amorçage continue de progresser : elle se stabilise à environ un tiers des PME en portefeuille, en passant de 33 % en 2001 à 35 % en 2002 du nombre total de PME en portefeuille.

Répartition par secteur d'activité du nombre total de PME financées par des fonds d'amorçage



Un effet de levier significatif sur les investissements en capital risque

Les PME financées par les fonds d'amorçage ont accueilli des investisseurs en capital risque dans leurs tours de table pour un montant de 39 millions d'euros en 2002. Ces investisseurs sont des sociétés ou des fonds de capital risque, des organismes régionaux ou nationaux de capital investissement ou les fonds d'investissement de grands groupes ou de personnes physiques fortunées.

En 2002, les fonds d'amorçage ont ainsi eu un effet de levier moyen⁴ de 2,2 sur les montants apportés par les autres investisseurs en capital risque. Sur l'ensemble de leur portefeuille, les fonds d'amorçage ont financé en moyenne 22 % des tours de table générant un effet de levier global de 3,5.

Sur les 113 entreprises en portefeuille, 68 ont été financées par une syndication de plusieurs investisseurs ; c'est le cas notamment de 28 des 41 nouveaux investissements réalisés en 2002. Les fonds d'amorçage ont recours à la syndication afin de mutualiser leurs risques et de réunir au capital des PME des investisseurs susceptibles de les accompagner dans leurs tours de refinancement. Cette démarche est particulièrement courante chez les fonds nationaux : le nombre moyen des co-investisseurs sur les investissements de ces fonds est de 3,5, fonds d'amorçage inclus.

Notons enfin que dans 31 opérations syndiquées, des organismes régionaux de capital investissement du portefeuille de CDC PME ont investi aux côtés des fonds d'amorçage, pour un montant total de 6,8 millions d'euros.

Par ailleurs 7 PME, dont 5 en 2002, ont fait l'objet d'un co-investissement entre deux fonds d'amorçage nationaux et/ou régionaux. Ces co-financements visent souvent à associer au mieux expertise technologique du fonds national et proximité géographique du fonds régional.

Le recours à la syndication et l'effet de levier par nature de fonds, sur l'ensemble de leur portefeuille

	Effet de levier moyen	Montant total co-investi par des professionnels du capital risque (en millions d'euros)	Nombre moyen de professionnels du capital risque co-investisseurs (fonds d'amorçage inclus)
Fonds nationaux	4	153	3,5
Fonds régionaux	3,2	20	1,6
Moyenne	3,5	-	2,4

4. Rapport entre le montant total levé par les PME auprès d'autres investisseurs en capital risque et le montant investi par le fonds d'amorçage.

Premiers éléments sur les sorties et la sinistralité

Les premiers fonds d'amorçage ayant démarré leur activité en 1999, il est encore trop tôt pour constater un nombre significatif de cessions. Une sortie a eu lieu durant le premier semestre 2002.

Un fonds d'investissement reste en effet au capital d'une PME durant 3 à 5 ans, voire davantage quand il intervient lors de la phase d'amorçage. Par ailleurs les marchés financiers cotés sont restés défavorables à toute nouvelle introduction en bourse et les grandes entreprises industrielles, acheteurs potentiels de PME innovantes, ont vu leurs capacités d'investissement fortement réduites depuis deux ans.

Trois sinistres ont été constatés sur l'année 2002 (contre cinq en 2001) ; comme l'année passée, il s'agissait de sociétés exerçant leur activité dans les secteurs de l'internet et du logiciel.



Origine des investissements 2002

Le nombre de projets d'entreprises étudiés reste important, et la sélectivité constante

Les fonds d'amorçage ont reçu près de 2 200 dossiers en 2002, contre 1 300 l'an passé. Cette croissance (+47 %) s'explique principalement par le lancement effectif de plusieurs nouveaux fonds fin 2001 et début 2002.

Les équipes de gestion restent particulièrement sélectives : seuls 4,5 % des dossiers reçus (soit 99 projets) ont été présentés aux comités d'investissement.

En effet, les gestionnaires écartent au premier abord les projets non "éligibles", à savoir ceux qui ne se situent pas dans les secteurs de compétence du fonds, qui ont déjà réalisé leur 1^{er} ou 2^e tour de financement (relevant ainsi du capital risque "classique"), dont la composante technologique n'est pas significative, ou dont le plan de développement prévoit une croissance modérée (modèle peu compatible avec les attentes de rentabilité du capital investissement).

Parmi les dossiers "éligibles", les équipes retiennent les projets qui présentent une vraie barrière à l'entrée et surtout ceux présentés par un ou plusieurs cofondateurs de grande qualité.

Les comités consultatifs d'investissement, qui réunissent représentants des souscripteurs et experts extérieurs, émettent leur avis sur les projets qui leurs sont soumis : 3 % des projets reçus sont retenus après cet examen. Certains d'entre eux n'aboutiront pas si un tour de table suffisant ne peut être rassemblé ou si les négociations entre fondateurs et investisseurs pour finaliser l'opération échouent. Au final, 2,1 % des dossiers reçus ont fait l'objet d'un financement en 2002, contre 2,3 % en 2001. La stabilité de la sélectivité s'explique par le fait que les gestionnaires de fonds visent ainsi à consacrer les sommes disponibles aux projets les plus prometteurs pour offrir à leurs propres souscripteurs une rentabilité satisfaisante. Cette recherche d'une gestion optimale doit permettre d'une part, de favoriser le développement des entreprises les plus susceptibles de connaître une croissance importante, contribuant ainsi à l'innovation et à la création d'emplois, et d'autre part, d'inciter les investisseurs privés à allouer une part croissante de leurs actifs au financement de l'amorçage, en souscrivant à ces fonds.

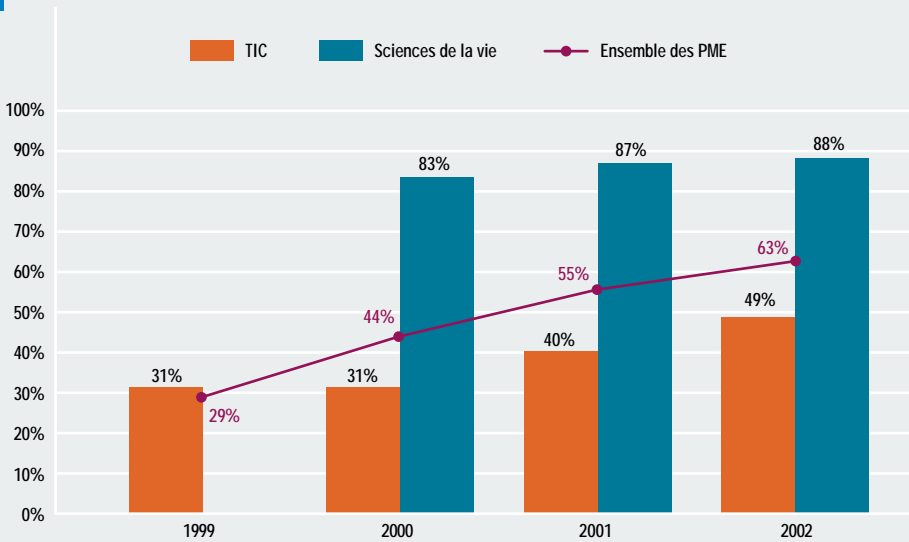
Un lien fort des projets financés avec la recherche publique, particulièrement dans les sciences de la vie

Sur les 113 PME en portefeuille, 71 ont un lien avec la recherche publique ; soit que les projets sont issus d'organismes publics de recherche soit qu'une collaboration ait été établie après coup entre certains de ces organismes et l'entreprise. La proportion des entreprises liées à la recherche publique, de 63 % à fin 2002, est en croissance constante.

Ceci confirme l'intérêt d'une participation financière des organismes de recherche au capital des fonds d'amorçage et le rôle actif de ces derniers dans la valorisation de la recherche publique.

Le lien avec la recherche publique des PME financées est particulièrement marquant dans le domaine des sciences de la vie : la plupart d'entre elles (88 %) sont en effet issues ou en relation avec un organisme public de recherche.

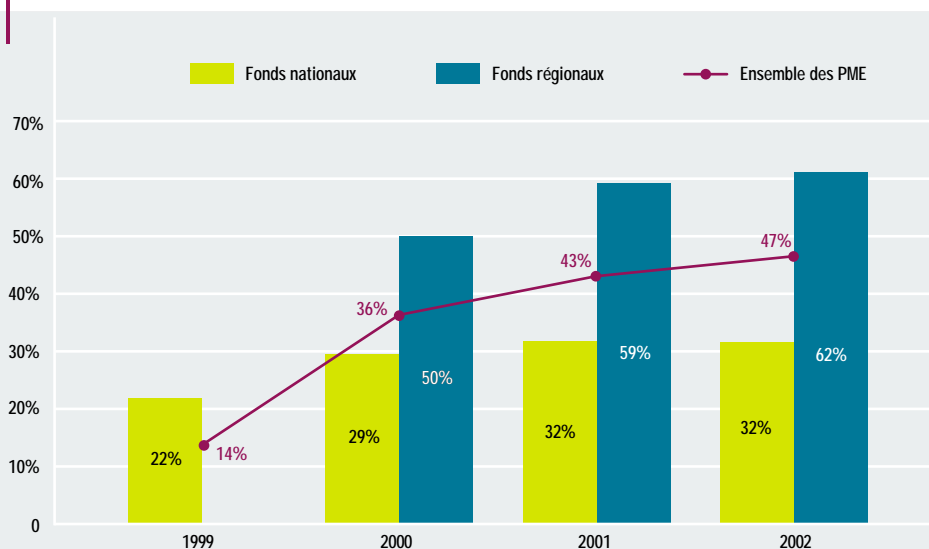
Évolution du pourcentage des PME en portefeuille liées à la recherche publique, par secteur d'activité



Un lien fort des fonds régionaux avec les structures d'incubation publique

Une large majorité (62 %) des projets financés par les fonds d'amorçage régionaux est passée par une structure d'incubation publique (incubateurs labellisés par le ministère de la Recherche ou toute autre structure d'accompagnement à la création d'entreprises financée par une collectivité locale, une école, une université ou un organisme de recherche). Ceci témoigne dans la plupart des cas, d'une bonne interaction au niveau local entre les fonds et les structures d'incubation de la région. En revanche, les relations entre incubateurs et fonds d'amorçage nationaux peuvent être améliorées puisque seuls 32 % des projets financés sont passés par une structure d'incubation publique.

Évolution du pourcentage des PME en portefeuille passées par une structure d'incubation publique, par nature de fonds

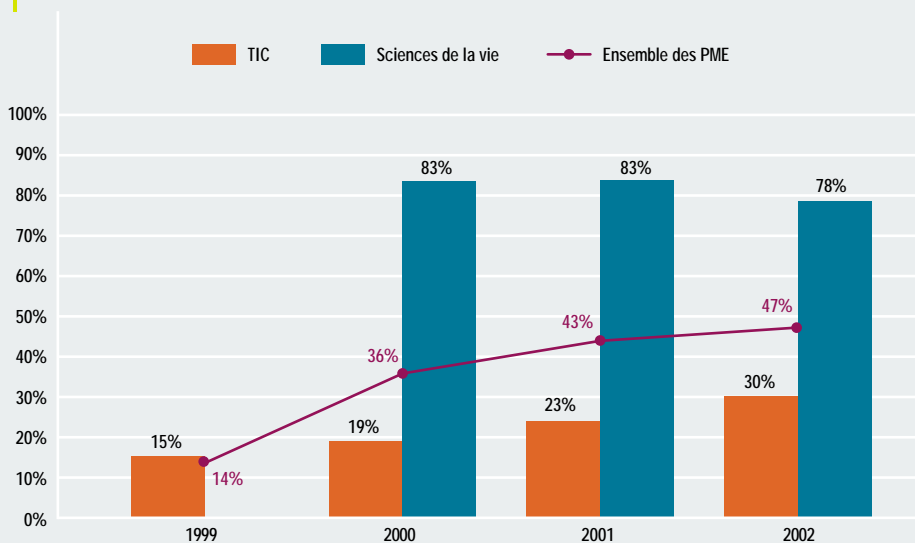


Sur l'ensemble des fonds, on constate une tendance positive puisque la part des PME en portefeuille, passées par une structure d'incubation publique est en progression (47 % en 2002, contre 43 % en 2001 et 36 % en 1999). Les différents acteurs impliqués dans la chaîne de la création de jeunes entreprises technologiques, dont la plupart ne sont en place que depuis quelques années, sont donc amenés à se connaître et à collaborer de plus en plus.

C'est particulièrement le cas dans les sciences de la vie où quatre PME sur

cinq (78 %) en moyenne sont passées par un incubateur ou autre structure d'accompagnement publique. Une grande part des travaux de recherche dans ce secteur est en effet assurée par des organismes publics de recherche, à la différence par exemple du secteur du logiciel où une proportion plus grande de projets est issue d'initiatives individuelles ou d'essaiage de grands groupes industriels ; plus généralement, dans les technologies de l'information, moins d'un tiers (30 %) des projets sont passés par une structure d'incubation publique.

Évolution du pourcentage des PME en portefeuille passées par une structure d'incubation publique, par secteur d'activité



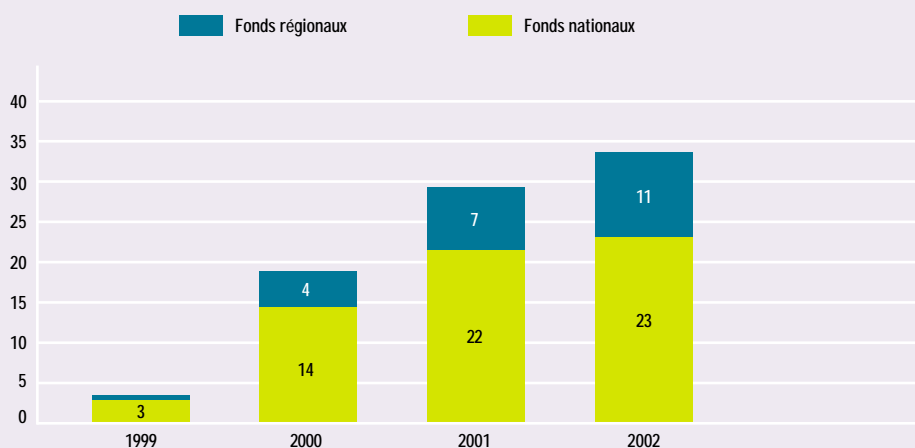
Analyse de la gestion des fonds d'amorçage au 31 décembre 2002

Des effectifs qui se stabilisent

Les fonds d'amorçage réunissaient 34 gestionnaires en 2002 contre 29 en 2001. Cette progression s'explique principalement par la mise en place de deux nouveaux fonds régionaux en 2002. Les fonds existants n'ont quant à eux pas renforcé leurs équipes, à une exception près.

Les investisseurs représentent un peu plus des deux tiers des effectifs.

Évolution de l'effectif total
des équipes de gestion
des fonds d'amorçage



Les équipes des fonds nationaux comptent en moyenne 3,8 personnes par fonds pour gérer des FCPR dotés de 13 à 44 millions d'euros. Les équipes des fonds régionaux ont en gestion des montants plus faibles de sorte que leur effectif moyen est de 1,6 personne par fonds.

Répartition des effectifs en 2002

	Investisseurs	Administratifs	Total
Fonds nationaux	17	6	23
Fonds régionaux	7	4	11
Total	24	10	34

Une montée en puissance des investisseurs

Le montant moyen des capitaux gérés par investisseur augmente de 13 % par rapport à l'an passé pour atteindre 8,7 millions d'euros à fin 2002.

Le nombre d'opérations par investisseur – 3,4 en 2002 – est quant à lui en forte augmentation (+47 %) par rapport à 2001. C'est également le cas du montant moyen investi par investisseur – 815 000 euros – qui croît de 42 % par rapport à 2001. Ces progressions sont liées à la montée en puissance des nouveaux fonds d'amorçage mis en place en 2000 et 2001 et au rythme d'investissement soutenu de l'ensemble des fonds en 2002, accompagné d'un maintien de la taille des équipes de gestion.

Capitaux gérés et activité 2002 par investisseur

	Capitaux gérés / investisseur (en millions d'euros)	Nombre d'opérations / investisseur	Montants investis / investisseur (en milliers d'euros)
Fonds nationaux	9,2	2,5	871
Fonds régionaux	7,1	5,8	667
Moyenne	8,7	3,4	815

Les frais de gestion restent stables

Les frais de gestion annuels (exprimés en pourcentage du montant total des sommes engagées par les investisseurs dans le fonds) s'élèvent, en moyenne pondérée des montants gérés, à 3,3 % en 2002 ; ils restent stables par rapport à 2001.

Une distinction peut être opérée entre les fonds nationaux, dont la moyenne pondérée de frais de gestion est de 3,2 %, et les fonds régionaux, souvent de taille plus petite avec des frais de fonctionnement marginaux légèrement plus élevés, dont la moyenne est de 3,5 %.

Les frais de gestion des fonds d'amorçage apparaissent ainsi plus élevés que ceux des fonds de capital risque, amenés à intervenir ultérieurement au capital des entreprises et pour lesquels les frais annuels sont proches de 2,5 %. Il est en effet moins long et coûteux d'investir dans une entreprise déjà créée et générant du chiffre d'affaires, que d'instruire et de mettre en place un projet d'investissement dans une entreprise technologique en création. Cette dernière requiert une expertise et une validation approfondie des technologies à mettre en œuvre, un travail d'identification initiale des marchés cibles et un suivi particulièrement actif durant les premières années de vie de la jeune pousse, financièrement fragile et dont l'équipe dirigeante doit être complétée.

Il est à noter qu'au fil de la vie des fonds, en particulier à l'issue de la fin de leur période d'investissement, les frais de gestion décroissent progressivement.

Une rentabilité négative expliquée par la jeunesse des fonds

Le taux de retour interne (T.R.I.) calculé sur le portefeuille des fonds d'amorçage (portefeuille constitué de l'intégralité des actions ou parts émises par les fonds actifs en 2002) s'établit au 31 décembre 2002 à -16,9 % contre -7,9 % à fin 2001. Ce T.R.I. reste peu significatif à ce stade de maturité des fonds. Tous sont aux premières années de leur vie : leur performance est ainsi diminuée des frais de gestion et de constitution des fonds, suivant une courbe dite en "J". Ces frais constituent une consommation nette du capital du fonds et expliquent à eux seuls les deux tiers de ce T.R.I. négatif. En effet, celui-ci ne serait que de -4,9 % sans ces frais fixes, et lié à la seule évolution de la valorisation du portefeuille sous-jacent.

Parallèlement les entreprises les plus fragiles du portefeuille ont souvent été les premières à déposer le bilan ou à être en situation difficile ; à l'opposé, peu ou pas de cessions ont généré des plus-values qui pourraient contrebalancer les provisions passées.

Quoi qu'il en soit, la performance moyenne latente des fonds d'amorçage reste à un niveau analogue à celui des autres acteurs du capital risque. À titre de

comparaison avec d'autres fonds de la même classe d'actif (mais davantage présents sur les tours ultérieurs de financement) pour lesquels on dispose de données publiques, elle est en particulier supérieure à la performance de la plupart des FCPI levés durant la période 1998-2001.

Compte tenu de la conjoncture actuelle et du fait que la plupart des fonds seront encore cette année au milieu de leur phase d'investissement, cette rentabilité virtuelle devrait rester négative en 2003. Elle devrait se redresser par la suite avec les premières sorties qui pourraient intervenir en 2004.

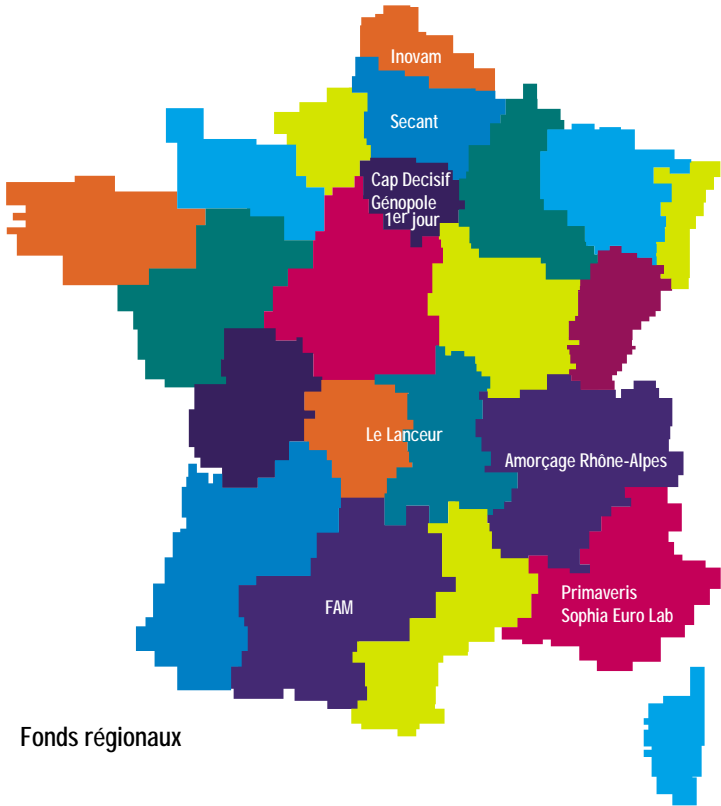


Fonds nationaux

- Bioam
- Emertec
- Emertec Energie Environnement
(lancement octobre 2003)
- I-Source
- I-Source2
- C-Source
- T-Source



- Sciences de la vie
- TIC / Industrie
- TIC / Industrie
- TIC
- TIC
- TIC
- TIC



Fonds régionaux

Design Bruno Schieffelin & Olivier Schwartz, Contours, Impression ECR, Septembre 2003.

Étude réalisée par : Pierre Bouchara, Pascal Lagarde, Chahra Louafi, David Manjarres, Alain Monfret.

Édition, coordination : Isabelle Ginestet, Nathalie Police.

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