

**20 ANS
DE CAPITAL
INVESTISSEMENT
EN FRANCE
1994 - 2014**



|| Lorsque la décision de créer **Bpifrance** a été prise, les regards se sont tournés vers les entités qui devaient fusionner pour former la banque. CDC Entreprises, peu connue du grand public, était l'une d'entre elles. Une organisation créée 20 ans plus tôt sous d'autres noms, et travaillant, comme toute action publique quand elle est à son meilleur, sur la longue durée. Au moment où DBV Technologies, une start-up spécialisée dans les anti-allergiques et incubée, amorcée, accompagnée, transformée, dans les 10 dernières années par les fonds successifs de ce qui allait devenir **Bpifrance**, triomphe en bourse, nous nous sommes dit qu'il serait intéressant de faire le bilan de 20 ans de capital investissement public, le bilan des années 1994-2014.

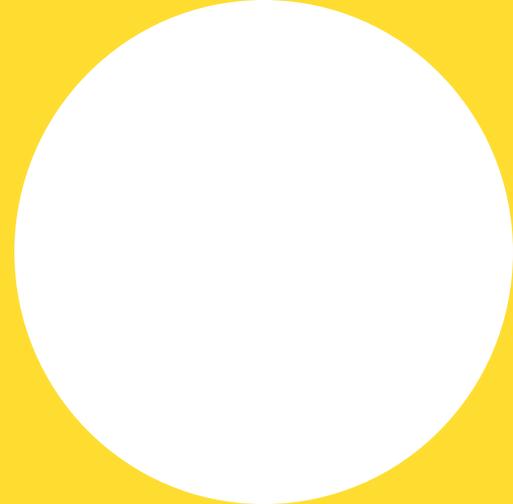
Bonne lecture ! ||

Nicolas Dufourcq
Directeur général de **Bpifrance**

**20 ANS
DE CAPITAL
INVESTISSEMENT
EN FRANCE
1994-2014**

SYNTHÈSE	04
—	
INTRODUCTION	08
—	
1 RÔLE ET POSITIONNEMENT DE Bpifrance DANS LA STRUCTURATION DU MARCHÉ DU CAPITAL INVESTISSEMENT	12
—	
● Un marché en pleine maturation depuis 20 ans.....	16
● Les actions de Bpifrance.....	36
2 LES TRAJECTOIRES DES ENTREPRISES INVESTIES	78
—	
● Capital développement.....	84
Cas d'entreprise : Hardex	91
● Capital transmission.....	100
● Capital innovation.....	108
Cas d'entreprise : LDR Médical	115
Cas d'entreprise : Coldway	123
3 Bpifrance ET LE CAPITAL INNOVATION	130
—	
● Le capital innovation : un enjeu majeur.....	134
● Un dispositif qui épouse les évolutions du marché.....	146
Cas d'entreprise : DBV Technologies	157
● Une amélioration de la performance financière depuis 1995.....	166
LEXIQUE	170
—	

SYNTHÈSE



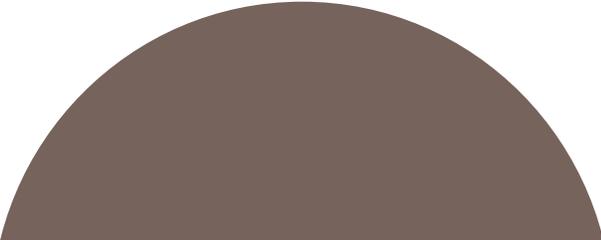


20 ANS

6 000 ENTREPRISES

LONG TERME

STRUCTURATION DE L'INVESTISSEMENT



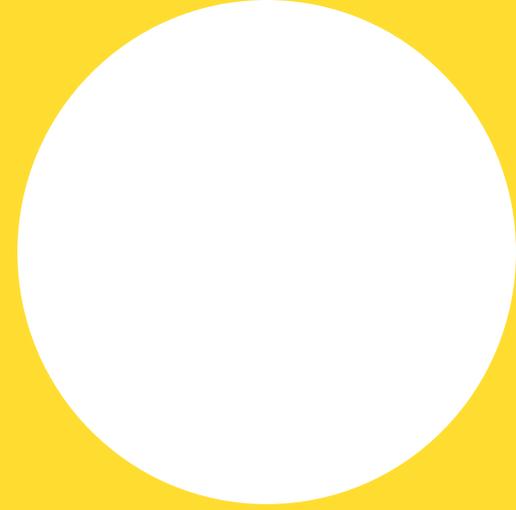
L'action publique, incarnée par **Bpifrance**, a été déterminante pour favoriser l'émergence et la structuration du marché du capital investissement en France.

Le marché du capital investissement s'est développé depuis 20 ans, sur des segments de marché très différenciés, aux rythmes des aléas conjoncturels auxquels il est très sensible. Le rôle contra-cyclique de **Bpifrance** ressort clairement, ainsi que son effet d'entraînement majeur vis-à-vis d'opérateurs privés et publics sur ce marché. Son action ciblée sur les défaillances de marché explique la priorité donnée au capital innovation, segment le plus risqué. Cela montre, s'il en était besoin, que **Bpifrance** traduit dans ses actes son positionnement d'investisseur long terme.

Depuis 20 ans, plus de 6 000 entreprises ont ouvert leur capital à un fonds de capital investissement partenaire de **Bpifrance** ou géré par **Bpifrance**. Leurs trajectoires de croissance sont variées selon les profils et dépendent de nombreux facteurs. Environ 20 % des entreprises investies sur les différents segments sont en très forte croissance avec un chiffre d'affaires pouvant être multiplié par :

- 3 en 10 ans pour le capital transmission ;
- 4 en 10 ans pour le capital développement ;
- 26 en 10 ans pour le capital innovation.

INTRODUCTION





Que le financement des entreprises soit une clé déterminante de leur performance et de leur croissance potentielle ne fait à ce jour plus débat. Toutefois, les modalités des ressources mobilisées signent les cultures économiques comme les trajectoires d'entreprise : en zone euro, le recours à la dette et même au crédit inter-entreprises demeurent majoritaires à 80 %, 20 % étant issus des marchés. Or, ce rapport est inversé pour les pays anglo-saxons.

Situation pénalisante pour l'Europe et même paradoxale, puisque les fonds propres sont par nature une ressource de long terme la plus à même de porter des stratégies entrepreneuriales ambitieuses et de générer l'émergence de leaders mondiaux et qu'enfin, on doit à un français l'invention du capital-risque⁽¹⁾, celui-ci ayant trouvé son plein épanouissement aux États-Unis.

Apparue en France dans le cadre des Sociétés financières d'innovation (SFI) dans les années 1970, l'intervention directe en haut de bilan s'est progressivement structurée et porte, probablement plus qu'ailleurs, la marque de l'action publique. L'offre en matière de capital investissement s'est accompagnée ces dernières décennies d'une forte créativité en termes de supports comme de pratiques.

En relater le cheminement et l'extrême diversité relève probablement d'une gageure. **Bpifrance** a donc choisi de s'appuyer sur son expérience acquise auprès de plus de 6 000 entreprises et sur ses données historiques conjuguées à celles de l'AFIC pour en dresser un panorama inédit.

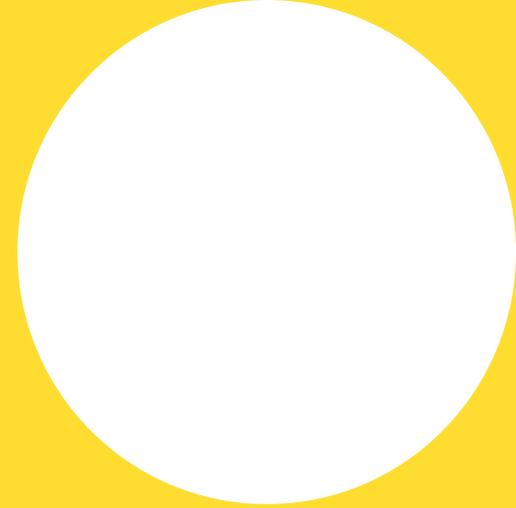
Inscrit dans un horizon de 15 années, il propose de retracer les principales phases de développement de l'industrie du capital investissement en faisant ressortir le comportement évolutif des différents intervenants comme de leurs modalités de financement. À cet égard, le rôle de la Caisse des dépôts, entraînant dans son sillage les collectivités locales, a été déterminant dans la structuration et l'expansion du capital investissement face à des défaillances de marché avérées et récurrentes.

Au-delà de cette indispensable perspective historique, les données capitalisées par **Bpifrance** permettent d'illustrer avec finesse le profil des entreprises ciblées par le capital investissement et d'en dresser ainsi une typologie qualitative comme quantitative.

Enfin, la profondeur historique disponible autorise le suivi de plusieurs cohortes d'entreprises investies ; démarche riche d'enseignements pour mieux appréhender et mesurer l'impact du capital investissement sur les trajectoires de développement des entreprises.

⁽¹⁾ Georges F. Doriot (1899-1987).

1. RÔLE ET POSITIONNEMENT DE Bpifrance DANS LA STRUCTURATION DU MARCHÉ DU CAPITAL INVESTISSEMENT



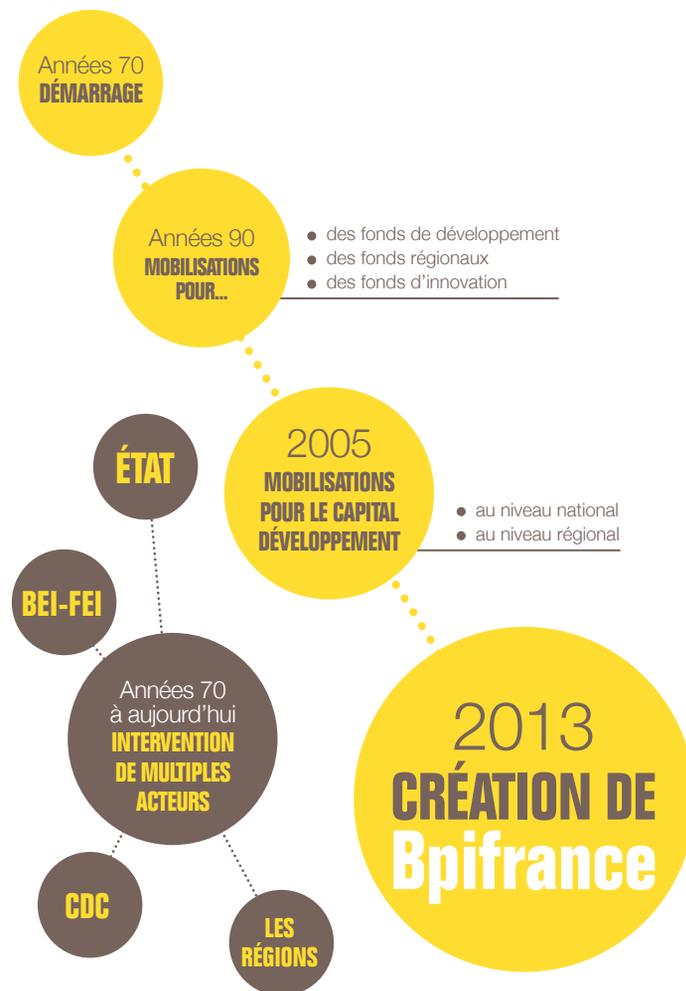
Apparu en France à la fin des années 1970, le marché du capital investissement repose, jusqu'au début des années 1990, sur l'activité d'institutions financières (banques, assurances, caisses de retraites) ou industrielles qui plaçaient une partie de leurs actifs dans le capital des entreprises. Il repose également sur l'activité des Organismes Régionaux de Capital Investissement dont étaient actionnaires la Caisse des dépôts, les Régions et des institutions financières locales et qui investissaient dans le tissu entrepreneurial local. À cette époque, ce marché reste donc peu structuré et reste un outil de financement très marginalement utilisé par les entreprises.

Ce mécanisme de financement des entreprises consiste à faire entrer un investisseur extérieur dans le capital d'une entreprise par l'intermédiaire d'un fonds d'investissement. Cette entrée au capital se fait généralement sous forme d'achat d'actions et a pour objet de renforcer les fonds propres de l'entreprise, nécessaires à l'augmentation de sa capacité d'investissement et de croissance. En devenant actionnaire, l'investisseur prend part aux orientations financières et stratégiques de l'entreprise et l'accompagne dans son développement sur la durée. On parle d'investissement patient : les retours financiers de leurs investissements se font sur un horizon de plus long terme que les cycles boursiers.

Dans les années 1990, constatant un développement insuffisant de ce marché par rapport aux économies développées et un besoin impérieux de renforcer les fonds propres des entreprises, la Caisse des dépôts a confié en 1998 à sa filiale CDC PME (puis CDC Entreprises), la gestion de son premier programme triennal destiné au financement des PME : « PME et Emploi » qui avait été lancé en 1994.

Devenu **Bpifrance** Investissement en fusionnant avec FSI Régions et le FSI, qui avaient été créés en 2008, cette filiale a eu une action déterminante dans la structuration du marché : les politiques publiques mises en place pendant cette période sont à l'origine d'une partie de cette structuration.

Pendant 20 ans, le marché du capital investissement a fortement évolué tant en termes de volume d'activité, qu'en termes de structuration autour d'un écosystème organisé.



1.1

Un marché en pleine maturation depuis 20 ans

Entre 1994 et 2013, le marché du capital investissement connaît 4 caractéristiques majeures :

- **l'activité est en forte expansion** : en 1998, les capitaux levés par les fonds d'investissement français s'élevaient à 2,6 Md€ et les montants investis dans les entreprises à 1,8 Md€ ; en 2013, 8,5 Md€ sont levés par les fonds et 6,6 Md€ sont investis dans les entreprises, soit près de 4 fois plus ;
- mais derrière cette dynamique de structuration de marché, on observe sur la même période **des évolutions très contrastées selon les segments d'intervention**, qui ne réagissent pas tous de la même façon aux événements majeurs de la conjoncture économique (éclatement de la bulle internet, croissance des années 2005-2008, crise mondiale de 2009...) ;
- le marché atteint un **premier niveau de maturité à partir de 2005**, date à partir de laquelle on observe une corrélation entre l'évolution du PIB et l'évolution des montants des capitaux levés par les fonds (graphique n°1), ce qui semble cohérent en termes de fonctionnement pour un marché de capital investissement mature ;
- enfin, dernière caractéristique, on constate **à partir de 2005 des changements importants sur la nature des investisseurs** qui souscrivent dans les fonds du marché.

L'action de la puissance publique, incarnée par **Bpifrance**, s'inscrit dans ce contexte et vise ainsi à :

- amortir l'impact des cycles économiques sur l'activité ;
- combler les faiblesses de certains segments ;
- accompagner la structuration de l'écosystème.

Le marché est porté par une activité en croissance mais sensible aux fluctuations économiques et financières

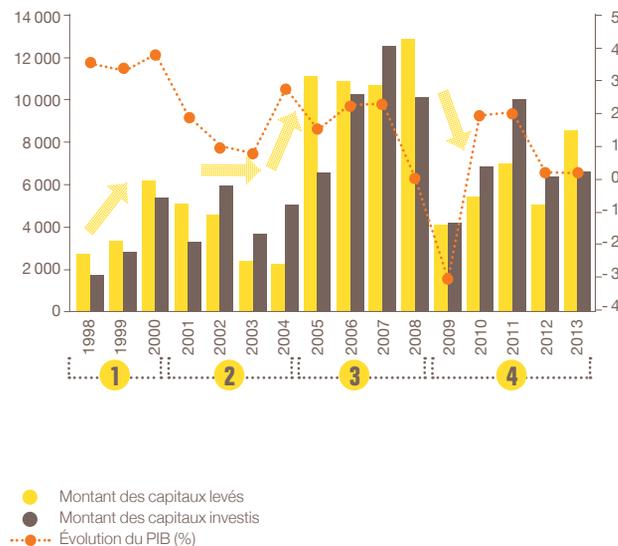
Lors des périodes les plus dynamiques, les montants des capitaux levés par les fonds sont supérieurs aux montants investis dans les entreprises. Ce décalage structurel est lié au fonctionnement des fonds d'investissement : le fonds lève des capitaux qui seront investis dans les entreprises jusqu'à 4 ou 5 années plus tard (période dite « d'investissement »). Ainsi en 2005, 11 Md€ sont levés quand 6,5 Md€ sont investis. Ces capitaux levés en 2005 se répercutent sur les montants investis les années suivantes.

À l'opposé, pendant les périodes moins dynamiques, les montants des capitaux levés sont inférieurs aux montants investis dans les entreprises : en 2011 par exemple, 10 Md€ sont investis alors que 6,9 Md€ de capitaux sont levés par les fonds. Cette situation, plus préoccupante, menace la capacité d'investissement des fonds du marché français dans les années qui suivent, l'argent disponible dans les fonds de la place pour investir s'amenuisant rapidement.

Au total, on peut retracer ces 20 dernières années en 4 périodes :

- 1 1994-2000 : l'envol
- 2 2001-2004 : l'ancrage
- 3 2005-2008 : l'âge d'or
- 4 2009-2013 : les lendemains de la crise

• GRAPHIQUE N°1
ÉVOLUTION DES MONTANTS DES CAPITAUX LEVÉS
ET MONTANTS DES INVESTISSEMENTS
ET ÉVOLUTION DU PIB
EN M€ ET EN %



Source : AFIC, Bpifrance, Insee, 2014.

1 1994-2000 : L'ENVOL

Le marché du capital investissement français a connu une forte croissance à la fin des années 1990 : le montant des capitaux levés a plus que doublé entre 1998 et 2001 tandis que les montants investis dans les entreprises ont été multipliés par 3.

L'année 2000 est le millésime exceptionnel de cette période sur tous les segments de marché. Le segment du capital innovation a été particulièrement dynamique pendant cette période d'euphorie liée au développement des secteurs de l'informatique et des télécommunications, et à des perspectives d'introduction en bourse sur des niveaux de valorisation élevés.

La création des Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI) en 1997, permettant à des particuliers d'investir dans le capital investissement, a contribué à cette période de fort développement. L'apport de financement aux petites et moyennes entreprises *via* le capital investissement est à l'époque 4 fois supérieur à l'apport des marchés boursiers : 1,28 Md€ pour le premier contre 301 M€ pour le second en 2001⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Étude AFIC, 2002.



FINANCEMENT AUX PME PAR LE CAPITAL INVESTISSEMENT



4 x
SUPÉRIEUR



**À L'APPORT
MARCHÉS
BOURSIERS**

2 2001-2004 : L'ANCRAGE

Les répercussions de la crise de la bulle internet coïncident avec une période de ralentissement de l'activité en particulier sur le segment du capital innovation : l'effondrement des marchés de valeurs de croissance s'est répercuté sur l'ensemble de la chaîne de financement de l'innovation et les montants investis dans les fonds de capital innovation ont très fortement diminué.

Le retrait des investisseurs de ce marché a incité les pouvoirs publics à prendre des mesures fiscales incitatives :

- évolution de l'accès aux Fonds Communs de Placement à Risque pour les investisseurs européens ;
- évolution du système fiscal des Fonds Communs de Placement dans l'Innovation ;
- création des Fonds d'Investissement de Proximité en 2003.

Par ailleurs, pendant cette période, le secteur du capital investissement se structure. D'une part, on observe une diversification des types de souscripteurs : en 2003, pour la première fois, les personnes physiques (20 %) souscrivent dans les fonds de capital investissement autant que les banques commerciales (19 %).

D'autre part, le nombre de structures d'investissement indépendantes (Zoom n°1) augmente : celles-ci représentent 71 % des montants investis dans les entreprises en 2003⁽¹⁾. L'indépendance des sociétés de gestion fait partie des bonnes pratiques de place surveillées par l'Autorité des Marchés Financiers. Elle permet de garantir que les décisions d'investissement sont prises sans tenir compte d'autres intérêts que ceux propres aux projets. C'est un des signes objectifs d'un marché qui arrive à maturité.

(1) Étude AFIC, 2004.

Zoom n°1

Typologie de structures de capital investissement

Jusqu'au milieu des années 2000, l'AFIC distinguait 4 types de fonds :

- **Les indépendants** : sociétés ou fonds de capital investissement, pouvant être cotés ou non, dont les capitaux proviennent de plusieurs sources et dans lesquels aucun souscripteur n'est majoritaire ; la structure de décision est donc indépendante et est habilitée à prendre des décisions en toute liberté.
- **Les captifs** : organismes spécialisés dans le capital investissement, filiales ou départements d'une banque, d'un établissement financier, d'une compagnie d'assurance ou d'une société industrielle ; la majorité sinon la totalité des capitaux proviennent de maison-mère ; les décisions d'investissement peuvent alors être prises en fonction d'autres éléments (conduite dictée par la stratégie et les projections de la maison-mère).
- **Les semi-captifs** : filiales ou établissements financiers, d'une compagnie d'assurance ou d'une société industrielle qui opèrent comme un indépendant et qui lèvent des capitaux importants auprès d'investisseurs externes.
- **Les fonds du secteur public** : organismes spécialisés dans le capital investissement dont les capitaux proviennent en totalité ou en partie, directement ou indirectement, d'organismes publics. Ces organismes privilégient en général les projets créateurs d'emplois ou présentant des profils d'intérêt général.

Source : Étude AFIC, 2005.

3 2005-2008 : L'ÂGE D'OR

L'activité du secteur entre 2005 et 2008 est la plus élevée de la période : entre 2004 et 2005, les montants des capitaux levés sont multipliés par 5,5 et les montants investis augmentent de 30 %.

Tous les segments du marché sont touchés par le dynamisme de l'activité mais c'est l'activité de capital transmission qui connaît la plus grande envolée. Le poids de ce segment est d'ailleurs prépondérant : 78 % des montants investis en 2005 financent des opérations de LBO et 66 % des capitaux levés sont alloués au capital transmission en 2006⁽¹⁾.

La forte activité des années précédentes et les conditions économiques favorables ont eu un effet positif sur les cessions : en 2007, leurs montants augmentent de 50 % par rapport à 2006, 30 % des cessions se font sur le marché boursier.

4 2009-2013 : LES LENDEMAINS DE LA CRISE

La crise de 2008 a fortement atteint le marché du capital investissement qui n'a pas retrouvé, 4 ans après, son niveau d'avant-crise. Les montants annuels moyens des capitaux levés et des investissements sur la période 2009-2013 ont diminué respectivement de -50 % et -40 % par rapport aux mêmes montants annuels moyens de la période 2006-2008.

Le segment de la transmission est le plus durement touché avec une baisse de 60 % entre les 2 périodes (de 8,7 Md€ investis dans des opérations de capital transmission en moyenne par an à 3,7 Md€).

L'année 2013 montre cependant des signes de reprise de l'activité. En particulier sur les levées de capitaux qui ont connu une croissance de 64 %⁽²⁾. Tous les segments sont impactés par cette hausse mais dans des proportions différentes : capital innovation : +33 % ; capital développement : +50 % ; capital transmission : +88 %.

(1) Rapport sur l'activité du capital investissement en France, année 2006 – Étude AFIC et PWC.

(2) Cette augmentation des montants des capitaux levés est imputable à quelques grosses levées de fonds supérieures à 200 M€.

ZOOM
n°2

Le développement des démarches d'Investissement Responsable dans le capital investissement en France

Au début des années 2000, aux États-Unis, au Royaume-Uni, en France, des gestionnaires de fonds, des spécialistes de l'analyse sociale et environnementale, des consultants, des syndicalistes, des universitaires et des citoyens se sont réunis pour promouvoir l'« investissement socialement responsable » et faire en sorte que ces démarches s'étendent au-delà du cercle restreint où elles s'exerçaient depuis longtemps déjà, et que davantage d'investissements intègrent les problématiques de cohésion sociale et de développement durable.

Début 2005, le Secrétaire Général des Nations Unies, Kofi Annan, invita un groupe d'investisseurs institutionnels parmi les plus importants au monde à se réunir pour poser des « Principes pour l'Investissement Responsable » (PRI – Principles for Responsible Investment). Une vingtaine de personnes représentant des investisseurs (parmi lesquels la Caisse des dépôts) d'une douzaine de pays ont collectivement rédigé ces principes, avec le soutien de 70 experts du monde de l'investissement, de la sphère gouvernementale, et de la société civile. Les principes ont été lancés le 27 avril 2006, à la Bourse de New York.

En France, le monde du capital investissement fut parmi les premiers à rejoindre les signataires investisseurs institutionnels pour porter une démarche d'investissement responsable. L'intégration de critères « ESG » (Environnementaux, Sociaux et de bonne Gouvernance) a en effet trouvé assez facilement sa place dans les pratiques du capital investissement. La gouvernance avait évidemment fait depuis toujours l'objet de l'attention des investisseurs en capital, de même qu'un certain nombre de questions environnementales, voire sociales. La proximité de ces investisseurs avec les dirigeants des entreprises investies plaçaient les premiers en position d'agir en « actionnaires actifs », conformément aux PRI. Les investisseurs en capital se sont ainsi petit à petit découverts « investisseurs responsables sans le savoir ».

À partir de 2010, le nombre des signataires français des PRI a crû très rapidement, une grande part de ceux-ci étaient précisément des acteurs du capital investissement. L'intégration de critères ESG s'est pas à pas autonomisée, en ce sens qu'elle fait de plus en plus l'objet d'une démarche spécifique, de plus en plus « outillée », professionnalisée. Des consultants spécialisés dans ce domaine avaient émergé dès la fin des années 90, et se développent à un rythme accéléré depuis le début de la seconde décennie du XXI^e siècle.

Suite aux initiatives de certains investisseurs institutionnels engagés dans une activité de fonds de fonds, et de certaines sociétés de gestion particulièrement volontaires et du fait de la nécessité apparue au même moment de redorer le blason du capital investissement (que diverses opérations avaient pu écorner), les pratiques d'investissement responsable et d'intégration de critères ESG donnent lieu à une diffusion toujours plus large et s'installent progressivement. Elles apparaissent de plus en plus comme faisant partie intégrante du métier de capital investisseur.



ENVOL ANCRAGE ÂGE D'OR LENDEMAIN DE CRISE



Le marché se développe de manière très différenciée selon les segments

Une analyse plus fine du marché du capital investissement met en évidence des niveaux de risque, de liquidité et de rentabilité du placement différents selon les segments. Ces différences jouent un rôle important pour déterminer les politiques d'investissement des principaux souscripteurs (investisseurs institutionnels notamment). Leurs arbitrages entre classes d'actifs jugés plus ou moins risqués et plus ou moins rentables selon les périodes, peuvent laisser des besoins non couverts. L'action de **Bpifrance** consiste alors à répondre à ces besoins. Elle varie donc au cours du temps.

Par ailleurs, ces segments présentent également une sensibilité différente aux chocs de conjoncture. Les levées de fonds en capital transmission (notamment pour les fonds LBO) se sont littéralement effondrées en 2009, affectant beaucoup plus les acteurs de ce secteur que ceux des autres segments.



Zoom

n°3

Les segments de marché du capital investissement

Le marché est décomposé en plusieurs segments correspondant aux stades de maturité de l'entreprise :

- **Capital innovation décomposé en :**

Capital amorçage : investissement en fonds propres du premier tour de table institutionnel d'une entreprise en phase de lancement. Il s'agit la plupart du temps de finaliser le projet d'entreprise, de financer la validation d'une technologie ou la mise au point des produits, de définir le business model et plus généralement de préparer le lancement commercial ;

Capital-risque : investissement en fonds propres destiné à une entreprise de croissance lors de ses premiers développements et alors qu'elle n'est pas encore rentable. Le capital-risque investit dans des entreprises présentant des risques tout en promettant une forte croissance grâce au caractère innovant de leurs technologies, produits ou services ;

- **Capital développement :** investissement généralement minoritaire en fonds propres dans une entreprise en développement, déjà établie sur son marché et présentant des perspectives de croissance (innovation de gamme, développement à l'international, acquisition externe...);

- **Capital transmission :** investissement destiné aux différents types de rachat, en minoritaire ou majoritaire, d'une entreprise par des financiers et/ou des dirigeants, moyennant un apport en fonds propres et en dette dans une holding de reprise (financement à « effet de levier ») ;

- **Capital retournement / consolidation :** fonds d'investissement qui se focalisent sur des entreprises en difficulté, mais qui conservent du potentiel pour envisager un redressement.

Un Taux de Croissance Annuel Moyen des levées de fonds et des investissements dans les entreprises qui cache de fortes disparités

Pour mesurer les évolutions de comportement très différenciées selon les segments, on peut s'arrêter sur la période 2002-2013.

Alors que le TCAM des levées de fonds pour l'ensemble des segments de la période est de seulement 6 %, on peut constater dans le tableau n°1 qu'il est très élevé sur les périodes 2002-2008 et 2009-2013, notamment pour le segment de la transmission (TCAM 2009-2013 égal à 44 %).

• **TABLEAU N°1 : LES CAPITAUX LEVÉS PAR LE CAPITAL INVESTISSEMENT : CROISSANCE PAR SEGMENT ENTRE 2002 ET 2013**
EN M€ ; %, PART DU MARCHÉ ; %, CROISSANCE ANNUELLE EN VALEUR

	Transmission	Développement	Innovation	Total
Capitaux levés en 2013	3 889	3 035	1 657	8 581
Poids dans le marché en 2013	46 %	34 %	20 %	100 %
TCAM 2002-2013	+3 %	+13 %	+5 %	+6 %
TCAM 2002-2008	+20 %	+24 %	+3 %	+18 %
Évolution 2008-2009	-90 %	-24 %	-20 %	-68 %
TCAM 2009-2013	+44 %	+7 %	+16 %	+20 %

TCAM = taux de croissance annuel moyen en valeur.
NB : le capital retournement est intégré dans le capital développement.

Source : Bpifrance, AFIC⁽¹⁾.

(1) Les écarts avec les résultats d'activité publiés par l'AFIC viennent d'une différence de périmètre : certains fonds du portefeuille de Bpifrance ne sont pas adhérents à l'AFIC sur l'ensemble de la période.

Pour les investissements dans les entreprises, l'évolution du TCAM est également très contrastée, notamment sur le segment de la transmission. Pour le capital développement on constate après 2009 un TCAM très inférieur à celui d'avant crise (tableau n°2).

• **TABLEAU N°2 : LES CAPITAUX INVESTIS PAR LE CAPITAL INVESTISSEMENT : CROISSANCE PAR SEGMENT ENTRE 2002 ET 2013**
EN M€ ; %, PART DU MARCHÉ ; %, CROISSANCE ANNUELLE EN VALEUR

	Transmission	Développement	Innovation	Total
Capitaux investis en 2013	3 869	2 007	762	6 638
Poids dans le marché en 2013	58 %	30 %	12 %	100 %
TCAM 2002-2013	-1 %	+8 %	+2 %	+1 %
TCAM 2002-2008	+8 %	+18 %	+5 %	+9 %
Évolution 2008-2009	-76 %	-18 %	-13 %	-58 %
TCAM 2009-2013	+24 %	+1 %	+3 %	+12 %

TCAM = taux de croissance annuel moyen en valeur.

Source : Bpifrance, AFIC.

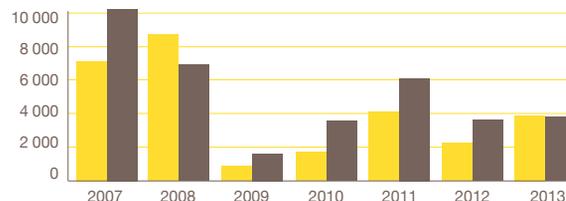
Les différences de performance entre les segments expliquent en partie le comportement des souscripteurs

La majorité des capitaux investis sur le marché du capital investissement est affectée au **capital transmission** qui attire investisseurs institutionnels français et étrangers. Il offre le niveau de rentabilité le plus élevé, sur des horizons assez courts (3 à 5 ans). Mais ce segment est très sensible aux fluctuations économiques.

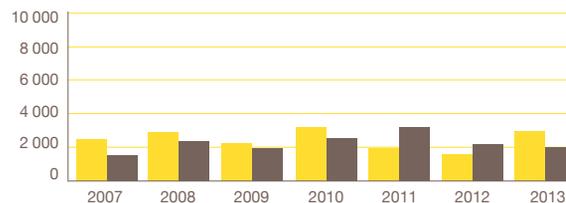
Le **capital développement**, avec un Taux de Rentabilité Interne (TRI) net depuis l'origine 2 fois moins élevé que sur le segment de la transmission⁽¹⁾, attire moins les investisseurs et souffrait au début des années 2000 d'un nombre de fonds insuffisant pour satisfaire les besoins du marché. C'est toutefois, le segment de l'activité qui a le mieux résisté à la crise économique et financière de 2009. Les montants investis dans les entreprises ont continué de croître jusqu'en 2011.

Le segment du **capital innovation** qui regroupe, le financement d'entreprises en amorçage, post-crédation et risque, est le segment le plus risqué. Au « jeune âge » de l'entreprise s'ajoute le risque technologique du projet qu'elle porte. Compte tenu de son impact économique, attirer des investisseurs sur ce segment est une préoccupation continue pour les acheteurs de la place et des pouvoirs publics depuis 20 ans. Le marché du capital innovation français est aujourd'hui au niveau des grands pays européens, mais reste modeste par rapport aux leaders mondiaux : en 2012, le poids des investissements en capital innovation rapporté au PIB (0,03 % du PIB) est proche de celui du Royaume-Uni (0,04 %) et de l'Allemagne (0,02 %) mais reste éloigné de celui d'Israël (0,36 %) ou des États-Unis (0,17 %)⁽²⁾.

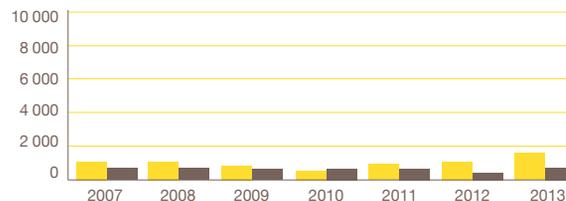
• GRAPHIQUE N°2
CAPITAL TRANSMISSION
EN M€



• GRAPHIQUE N°3
CAPITAL DÉVELOPPEMENT
EN M€



• GRAPHIQUE N°4
CAPITAL INNOVATION
EN M€



● Montant des capitaux levés
● Montant des capitaux investis

Source : AFIC, **Bpifrance**, 2014.

(1) TRI à fin 2013, AFIC, Étude performance 2013.

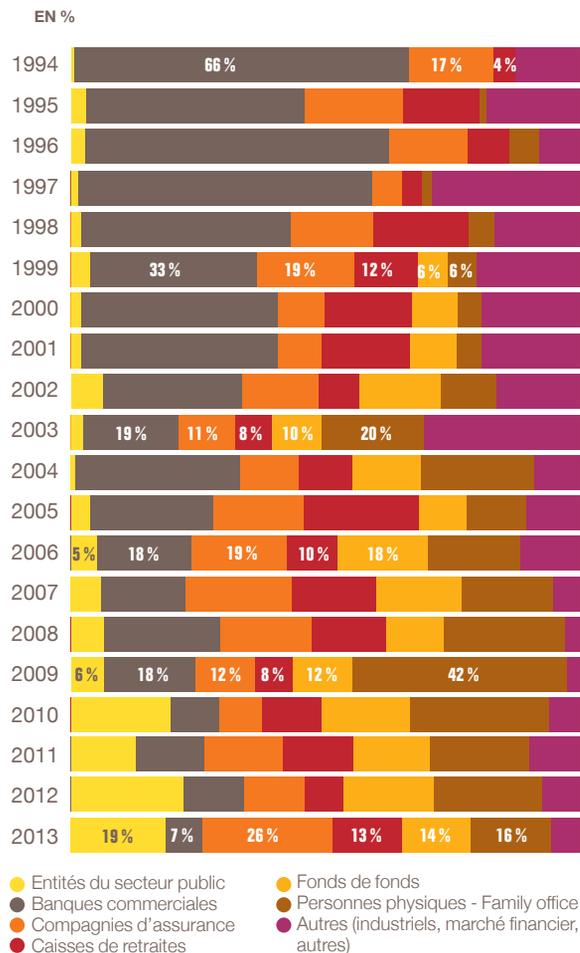
(2) Source : OECD, Entrepreneurship at a glance 2013.

Une recomposition totale en 20 ans du paysage des financeurs du capital investissement

Sur le marché français, les banques commerciales sont, jusqu'au milieu des années 2000, le principal souscripteur dans les fonds de capital investissement : il faut attendre 2006 pour atteindre un équilibre entre 6 principales catégories de souscripteurs : banques commerciales, compagnies d'assurance, caisses de retraites, personnes physiques - Family office, fonds de fonds et entités du secteur public. Le secteur bancaire n'apporte plus en direct que 7 % des levées de fonds.

Aujourd'hui, les entités du secteur public pèsent de plus en plus dans les levées de capitaux.

• GRAPHIQUE N°5
ÉVOLUTION DES MONTANTS SOUSCRITS
PAR TYPE DE SOUSCRIPTEURS SUR LE MARCHÉ
DU CAPITAL INVESTISSEMENT



Source : AFIC 2014.

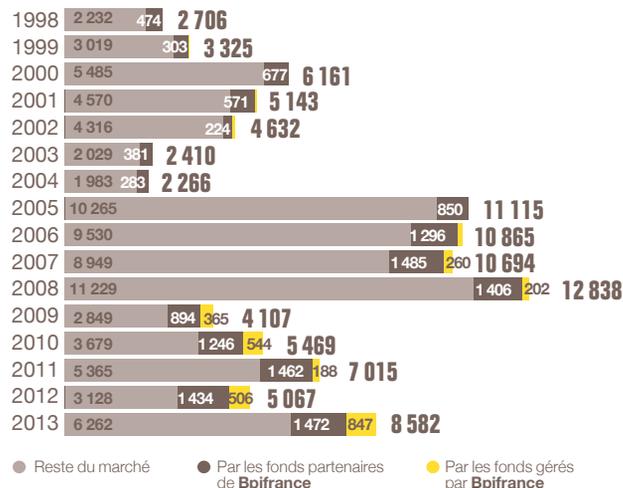
1.2

Les actions de Bpifrance dans la structuration du marché

Un effet d'entraînement sur les souscripteurs privés disposés à placer leurs capitaux dans ce secteur

Le dynamisme du marché du capital investissement est conditionné par un apport de capitaux suffisant dans les fonds d'investissement, prêts à être investis dans les entreprises. Or la faible liquidité de cette classe d'actifs, les cycles économiques, les bulles financières et les contraintes réglementaires fragilisent cet apport en capitaux. Dans ce contexte, **Bpifrance** met en place des mécanismes visant à entraîner les souscripteurs sur ce marché.

• **GRAPHIQUE N°6**
ÉVOLUTION DES MONTANTS DES CAPITAUX LEVÉS EN FRANCE
 EN M€



Source : AFIC, **Bpifrance**, 2014.

Le premier mécanisme d'intervention de Bpifrance : une politique de fonds de fonds

Ce premier mécanisme consiste à souscrire dans des fonds d'investissement gérés par des sociétés de gestion privées. Ces souscriptions sont effectuées par **Bpifrance** par l'intermédiaire de fonds de fonds.

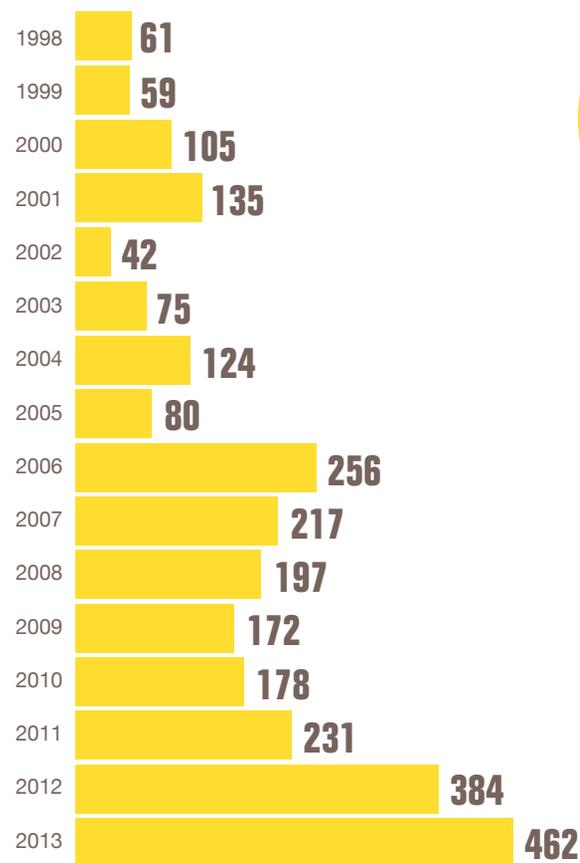
Ce mécanisme offre 2 avantages :

- il permet un accompagnement démultiplié des entreprises de croissance ;
- il offre un retour sur investissement soutenable à long terme.

Les fonds de fonds sont des véhicules d'investissement, principalement mais non exclusivement souscrits par des acteurs publics (État, Caisse des dépôts, Fonds Européen d'Investissement), qui investissent dans des fonds gérés par des sociétés de gestion privées, qui elles-mêmes investissent dans les entreprises.

Entre 1998 et 2013, **Bpifrance** a investi 2,7 Md€ dans les véhicules d'investissement gérés par des sociétés de gestion privées.

• GRAPHIQUE N°7
MONTANTS DES CAPITAUX LEVÉS PAR LES FONDS
PARTENAIRES AUPRÈS DE Bpifrance
EN M€



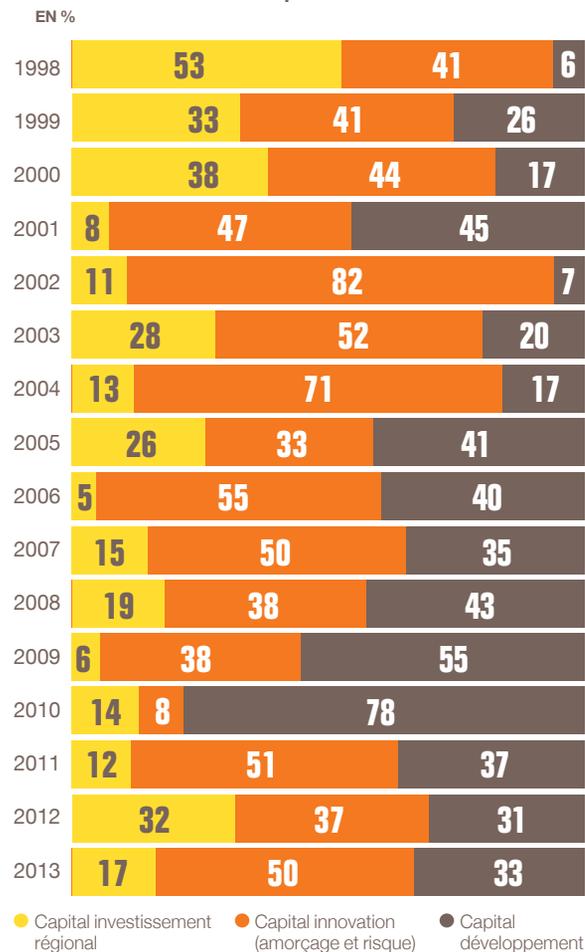
Source : **Bpifrance**, 2014.

L'activité de souscripteur de **Bpifrance** est en croissance depuis 20 ans, marquée par la succession de 4 grandes étapes d'expansion de son champ d'intervention, qui ont façonné la typologie des fonds de son portefeuille (graphique n°8) :

- dans un premier temps, **Bpifrance** a prolongé l'action de la puissance publique en participant à la structuration du capital investissement régional ;
- à partir de la fin des années 1990, la politique des fonds de fonds de **Bpifrance** a commencé à cibler également des fonds de capital innovation ;
- en 2006, avec le lancement du programme France Investissement, le renforcement du marché du capital développement devient une nouvelle priorité ;
- aujourd'hui, **Bpifrance** s'adapte à un nouveau besoin : la consolidation des équipes de gestion.

Ces étapes font écho à un contexte économique et politique et répondent à des logiques et des objectifs spécifiques.

• **GRAPHIQUE N°8**
ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION PAR TYPE DE CAPITAUX LEVÉS PAR LES FONDS DU PORTEFEUILLE DE Bpifrance⁽¹⁾



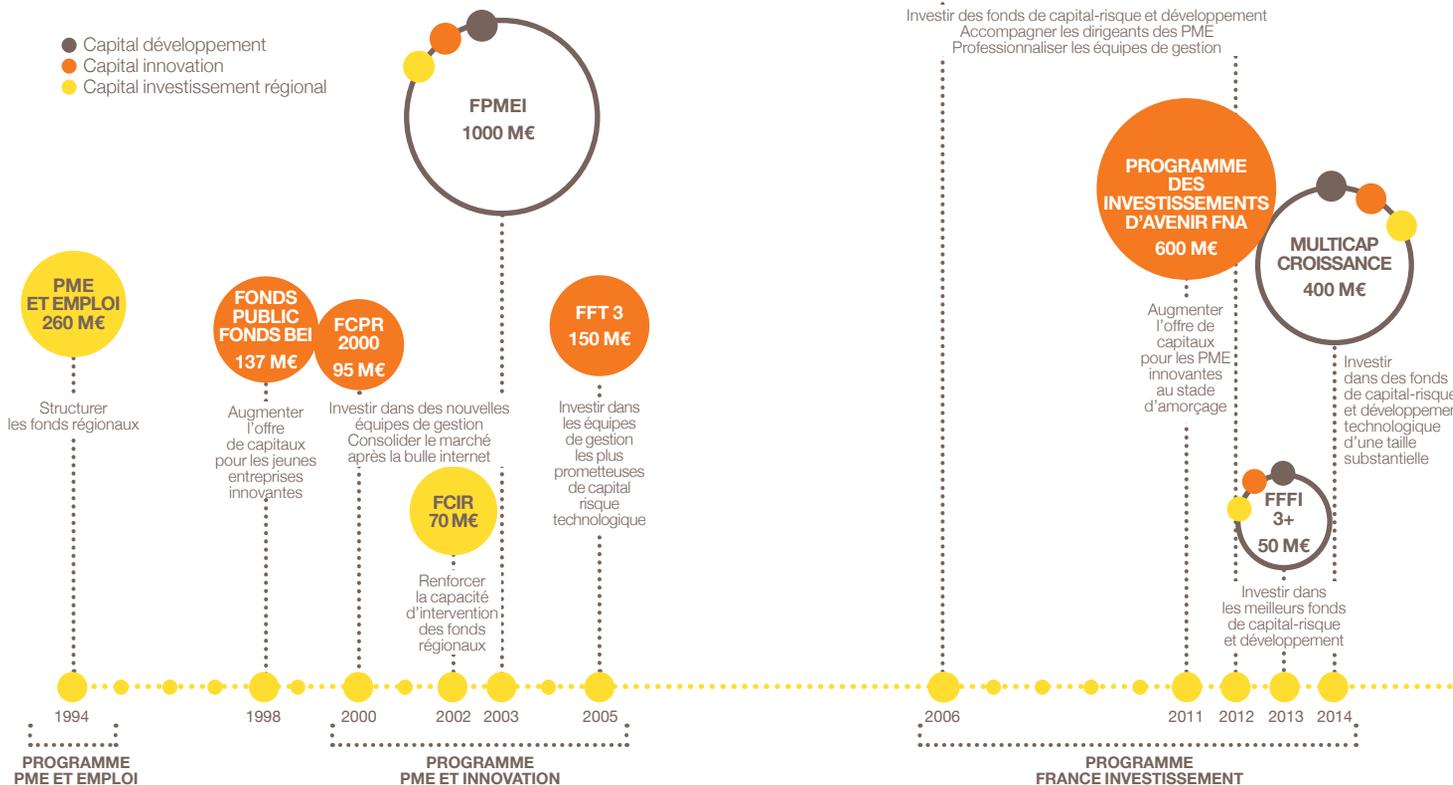
Source : AFIC, **Bpifrance**, 2014.

(1) Hors fonds souscrits à 100 % par **Bpifrance**.

Entre 1994 et 2014, plus de 11 fonds de fonds publics⁽¹⁾ d'un montant global de 10 Md€ sont constitués et gérés par **Bpifrance**.

• **CHRONOLOGIE DES FONDS DE FONDS ET PROGRAMMES CONSTITUÉS PAR Bpifrance**

- Capital développement
- Capital innovation
- Capital investissement régional



⁽¹⁾ Les programmes France Investissement et FI 2020 se déploient à travers plusieurs fonds de fonds.

Source : **Bpifrance**, 2014.

Les 2 premiers fonds de fonds gérés par **Bpifrance** sont constitués⁽¹⁾ en 1998 et sont suivis de 4 autres⁽²⁾ destinés d'une part, à financer des fonds investissant dans des petites entreprises, innovantes et technologiques, et d'autre part, à renforcer la structure et la taille des véhicules d'investissement régionaux créés à la fin des années 1980.

En 2006, le lancement du programme France Investissement, par la Caisse des dépôts et l'État constitue à la fois un changement d'échelle (volume des montants engagés), mais aussi une évolution de la stratégie en ouvrant l'intervention publique aux fonds de capital développement, en créant un partenariat avec des investisseurs privés (fonds de fonds privés avec les assurances et les banques) et en instaurant des mesures d'accompagnement des fonds et des entreprises (mise en place de structures d'accompagnement des entreprises et de bonnes pratiques de gestion et de reporting). En 2011, la gestion du Fonds National d'Amorçage (FNA) est confiée par le Commissariat général à l'investissement (CGI) du Programme des Investissements d'Avenir à **Bpifrance** pour investir dans des fonds d'amorçage. En 2014, le CGI lui confie celle du fonds de fonds Multicaps Croissance qui cible des fonds de capital-risque et/ou de capital développement technologique d'une taille substantielle.

(1) Fonds Public et Fonds Banque Européenne d'Investissement (Fonds BEI).

(2) Fonds de Promotion pour le capital-risque (FPCR 2000), Fonds pour le Capital Investissement Régional (FCIR), Fonds pour la Promotion des PME innovantes (FPMEI), Fonds de fonds Technologique 3 (FFT3).

Zoom
n°4

Les Programmes des Investissements d'Avenir

- Dans le prolongement des conclusions de la Commission sur les priorités stratégiques d'investissement et l'emprunt national, la loi de finances rectificative pour 2010 prévoit la mise en œuvre d'un programme d'investissements d'avenir pour un montant de 35 Md€.

Le Commissaire général à l'investissement est chargé de la mise en œuvre du programme, de sa coordination interministérielle ainsi que de son évaluation ; il est placé sous l'autorité du Premier ministre.

L'objectif du programme est de moderniser et de renforcer la compétitivité, en favorisant l'investissement et l'innovation.

PIA 2, le nouveau Programme des Investissements d'Avenir pour la France de 2025, est doté de 12 Md€, dont la moitié sera dédiée à la transition énergétique avec un critère d'éco-conditionnalité dans la sélection des projets d'investissements. Les autres priorités concernent le numérique, la santé et l'excellence technologique.

Bpifrance joue un rôle fondamental dans la mise en œuvre des investissements d'avenir et se voit ainsi confier par l'État, des fonds dédiés notamment au financement en fonds propres des entreprises innovantes des secteurs du numérique, des écotecnologies et des biotechnologies (Fonds FSN PME - Ambition Numérique, Fonds Écotecnologies, Fonds Biothérapies innovantes et maladies rares), au financement des entreprises technologiques en amorçage (Fonds National d'Amorçage) et au financement des entreprises technologiques en capital-risque et développement (fonds Multicaps Croissance), auxquels viendront s'ajouter en 2015, les fonds Programme de Soutien à l'Innovation Majeures (PSIM), Usages et Technologies du Numérique, Projets Industries d'Avenir (PIAVE) et French Tech.

Bpifrance applique une doctrine d'investissement conforme aux principes érigés dès 1994⁽¹⁾ lors du lancement du programme PME et Emploi et toujours en vigueur aujourd'hui :

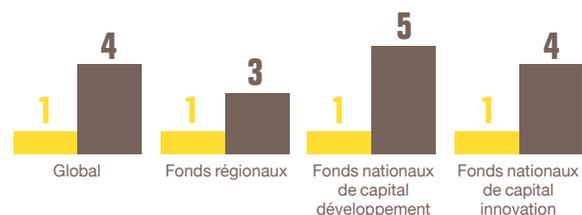
- **intervention *pari passu***, c'est-à-dire aux mêmes conditions que les autres investisseurs ;
- **intervention en investisseur avisé** selon les règles de l'art, notamment dans la sélection des équipes de gestion jugées sur leur sérieux, leur transparence, la performance de leurs fonds, la preuve de l'existence d'un flux d'affaires suffisant. Est également requise une stratégie d'investissement crédible ainsi que la recherche d'une rentabilité conforme aux normes des segments du marché concerné ;
- **intervention indirecte et minoritaire**, en apportant des capitaux à des organismes spécialisés déjà existants ou en création, qui investissent eux-mêmes dans les entreprises ;
- **intervention circonscrite aux domaines où le secteur privé est peu présent** afin de ne pas se substituer aux acteurs privés en **recherchant le meilleur effet d'entraînement possible**.

Trois facteurs matérialisent l'effet d'entraînement de **Bpifrance** vers les souscripteurs du marché :

- l'intervention de **Bpifrance** permet à la société de gestion d'atteindre une taille de fonds critique indispensable à la mise en œuvre de sa stratégie d'investissement ;
- la sélection de l'équipe de gestion par **Bpifrance** est un signal donné aux autres investisseurs d'une bonne qualité de gestion et de professionnalisme ;
- le poids minoritaire de **Bpifrance** dans les véhicules d'investissement⁽²⁾ oblige les sociétés de gestion à rechercher des capitaux auprès d'autres investisseurs.

Ainsi sur l'ensemble de la période, les fonds partenaires de **Bpifrance** ont levé 2,7 Md€ auprès de **Bpifrance** et 12 Md€ auprès de souscripteurs tiers. Autrement dit pour 1€ investi par **Bpifrance** dans des fonds d'investissement, plus de 4 € sont investis par des investisseurs tiers.

• **GRAPHIQUE N°9**
EFFET D'ENTRAÎNEMENT DES SOUSCRIPTEURS TIERS
DANS LES FONDS DU PORTEFEUILLE DE Bpifrance



● Capitaux levés auprès des souscripteurs tiers
 ● Capitaux levés auprès de **Bpifrance**

Source : **Bpifrance**, 2014.

⁽¹⁾ La Caisse des dépôts et consignations : histoire, statut, fonction ; J-F Boudet, l'Harmattan, 2006, p.371.

⁽²⁾ À l'exception des fonds souscrits par le Fonds National d'Amorçage où la participation de **Bpifrance** peut atteindre plus de 50 % de la taille du fonds.

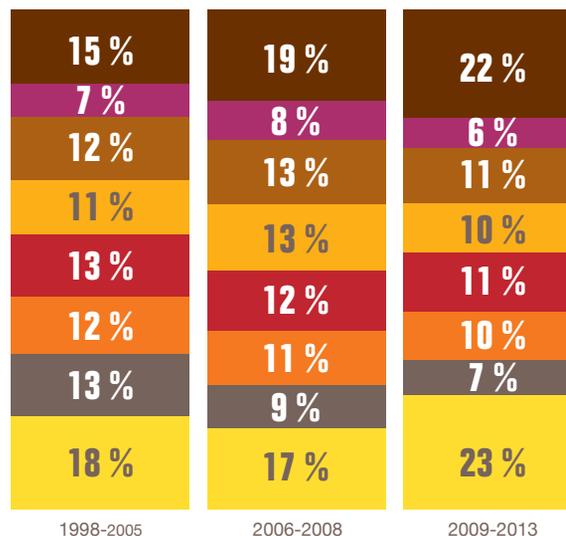
Pour stimuler cet entraînement, les sociétés gérant les fonds partenaires diversifient leurs sources de capitaux auprès de plusieurs types de souscripteurs. Contrairement au marché⁽¹⁾, les souscripteurs qui investissent aux côtés de **Bpifrance** ont un niveau de contribution stable dans le temps et leur contribution est répartie de manière équilibrée depuis 20 ans (graphique n°10).

Ainsi, entre 2009 et 2013, 42 % des capitaux levés par les fonds du portefeuille de **Bpifrance** proviennent de fonds de fonds, de banques commerciales, des assurances et de personnes physiques et 23 % proviennent de **Bpifrance**. La part des capitaux levés auprès d'acteurs publics - dont le FEI - représente au total 30 % des capitaux levés sur cette période.

Le poids de **Bpifrance** reste prépondérant en particulier depuis 2009 et **Bpifrance** est le premier souscripteur des fonds de son portefeuille.

Attirer des investisseurs vers le marché du capital investissement reste encore aujourd'hui un challenge à relever pour garantir qu'une quantité suffisante de capitaux irrigue le marché français du capital investissement.

• **GRAPHIQUE N°10**
ÉVOLUTION DU POIDS DES MONTANTS SOUSCRITS
PAR CHAQUE CATÉGORIE DE SOUSCRIPTEURS
DANS LES FONDS DU PORTEFEUILLE DE Bpifrance



- **Bpifrance**
- Autres entités publiques⁽²⁾
- Assurances
- Banques commerciales
- Fonds de fonds
- Personnes physiques - Family office
- Caisses de retraite
- Autres⁽³⁾

Source : **Bpifrance**, 2014.

⁽²⁾ Autres entités publiques : FEI, collectivités locales, fonds souverains / États, organismes consulaires, organismes de recherche publics.

⁽³⁾ Autres : entreprises, organismes internationaux, sociétés de gestion.

⁽¹⁾ Cf. Page 37 - graphique n°37.



**AGIR
PLUS VITE**



**INTERVENIR
SUR LES SEGMENTS
NON COUVERTS**



CO-INVESTIR

Le second mécanisme développé par Bpifrance consiste à créer des fonds d'investissement gérés directement par Bpifrance

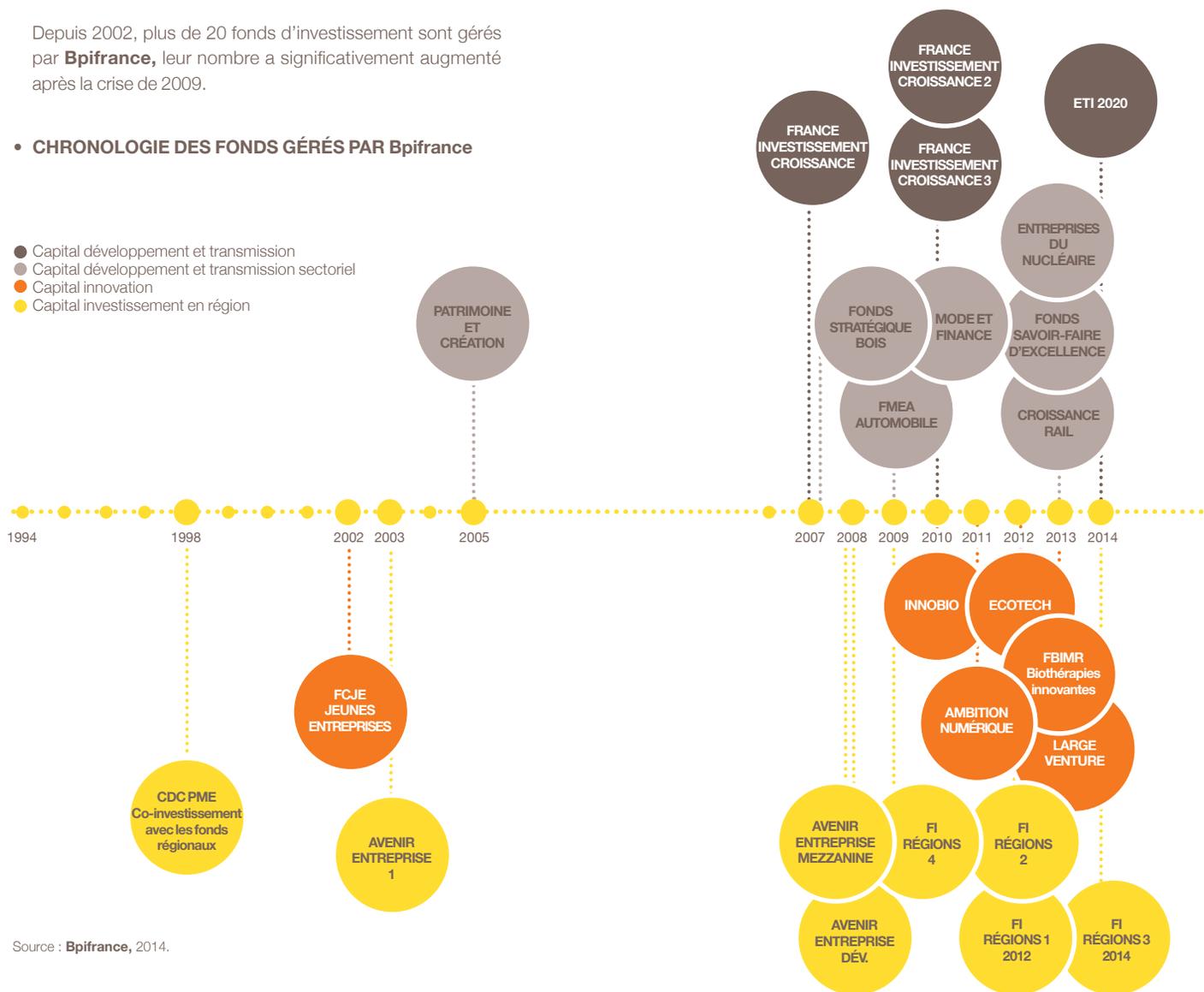
L'objectif visé est triple :

- permettre une intervention plus réactive et rapide pour répondre à certains besoins. Les délais de mise en œuvre de la politique des fonds de fonds sont par nature plus longs : temps de constitution du fonds de fonds, délai de souscription dans les fonds partenaires et délai d'investissement des fonds partenaires dans les entreprises ;
- couvrir certains segments ou secteurs non suffisamment couverts par le marché : les fonds sectoriels gérés par **Bpifrance** ont été constitués dans cette optique ainsi que certains fonds généralistes comme le fonds Large Venture (ticket d'investissement en capital-risque pouvant être supérieur à 10 M€) ;
- accélérer le déploiement du marché : en effet, la petite taille des premiers fonds partenaires souscrits par **Bpifrance** limitait leur possibilité d'investir seuls dans les entreprises. Les fonds d'investissement généralistes (France Investissement Croissance 1, 2, 3) et certains fonds sectoriels co-investissent systématiquement avec des fonds privés, ce qui permet de cumuler des tickets d'investissement et d'augmenter ainsi les fonds propres mis à disposition des entreprises.

Depuis 2002, plus de 20 fonds d'investissement sont gérés par **Bpifrance**, leur nombre a significativement augmenté après la crise de 2009.

• **CHRONOLOGIE DES FONDS GÉRÉS PAR Bpifrance**

- Capital développement et transmission
- Capital développement et transmission sectoriel
- Capital innovation
- Capital investissement en région

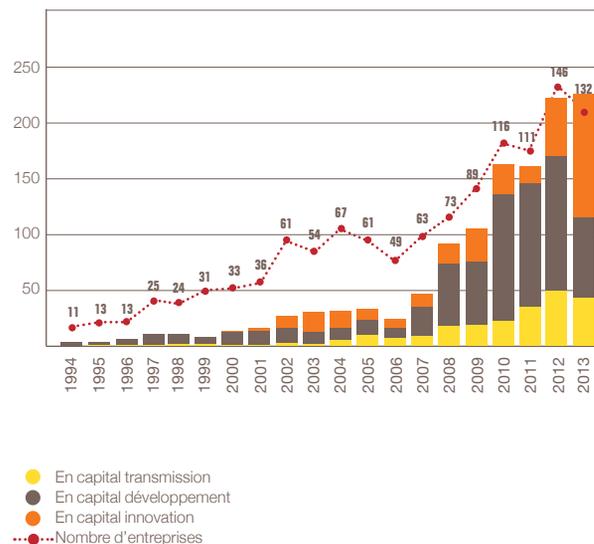


Source : Bpifrance, 2014.

Entre 1994 et 2013, ces fonds ont investi 1,2 Md€ dans plus de 700 entreprises. La forte accélération du déploiement de l'action directe à partir de 2009 est la conséquence d'une volonté des pouvoirs publics de répondre avec plus de rapidité à la crise économique. Cette montée en charge rapide depuis 2009 constitue un élément important dans la structuration du marché, en complément du soutien apporté *via* sa politique de fonds de fonds.

Les investissements réalisés par les équipes ETI/GE (ex FSI) ne sont pas pris en compte dans l'analyse du fait de la spécificité des cibles visées (grandes entreprises stratégiques) très différente des cibles de la politique de fonds de fonds (TPE et PME)⁽¹⁾.

• **GRAPHIQUE N°11**
INVESTISSEMENTS RÉALISÉS PAR LES FONDS
GÉRÉS PAR Bpifrance
 EN M€



Source : Bpifrance, 2014.

⁽¹⁾ Entre 2009 et 2013, le FSI a investi plus de 3 Md€ (hors opérations exceptionnelles) dans des ETI et grandes entreprises stratégiques.

Des actions pour accompagner la professionnalisation des gestionnaires de fonds

Jusqu'à la fin des années 1990, l'activité de capital investissement était pratiquée principalement par des équipes au sein des banques de la place ou par des filiales de groupes industriels.

L'indépendance des sociétés de gestion permet une plus grande liberté dans les décisions d'investissement mais implique une confiance mutuelle entre les souscripteurs et les gestionnaires de fonds ; cette relation de confiance est renforcée si la société de gestion est professionnelle et efficace.

Bpifrance a organisé son soutien à la structuration du marché de 2 manières :

- d'une part, en contribuant à augmenter le nombre d'équipes présentes sur le marché et en investissant dans des fonds gérés par des équipes de gestion nouvelles (first time team), ou intervenant sur des segments nouveaux pour elles (first time fund). **Bpifrance** a participé à l'émergence de nouveaux acteurs et à la professionnalisation du métier. Ainsi entre 2007 et 2012, un tiers des 111 équipes de gestion dans lesquelles **Bpifrance** a souscrit sont nouvelles sur le marché ;
- d'autre part, en menant des actions visant à professionnaliser les équipes de gestion : **Bpifrance** apporte aux sociétés de gestion un accompagnement qui débute dès la sélection de l'équipe portant le projet de fonds.

Le lancement du programme France Investissement en 2006 a apporté un nouvel élan et une autre dimension à la structuration de l'écosystème. Il a créé une dynamique d'investissement respectueuse des meilleures pratiques en matière de gouvernance, de responsabilité sociale, sociétale et environnementale, attentive aux besoins des entreprises, mobilisatrice pour tous les acteurs du financement et de l'accompagnement des entreprises.



Source : **Bpifrance** 2014, Direction des fonds de fonds.

Zoom

n°5

La démarche responsable de Bpifrance dans son activité de fonds de fonds

- Questionnaire ESG lors des due diligences, portant sur les orientations et les pratiques de la société de gestion, en tant qu'entreprise et en tant qu'investisseur.
- Questionnaire de reporting annuel, portant sur les sociétés de gestion et sur leurs participations.
- Accompagnement des sociétés de gestion qui le souhaitent dans la mise en œuvre de leur démarche d'investisseur responsable.
- Organisation de sessions de formation-action à destination des entreprises des portefeuilles des fonds, leur permettant de concevoir et de mettre en œuvre leur « Plan d'action de Responsabilité Sociétale d'Entreprise (RSE) ».
- Collecte et diffusion de bonnes pratiques de RSE des entreprises des portefeuilles.

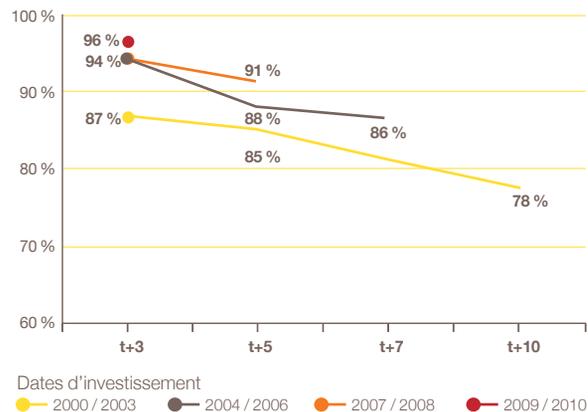
Aujourd'hui, l'écosystème est structuré et après 20 ans d'accompagnement de la professionnalisation des équipes de gestion, **Bpifrance** adopte une nouvelle stratégie qui favorise :

- le soutien des meilleures équipes existantes dans les secteurs traditionnels du capital investissement ;
- le cas échéant, le soutien des nouvelles équipes, uniquement sur des secteurs nouveaux ou proposant des thèses d'investissement innovantes.

Ces efforts de professionnalisation du marché se retrouvent dans les statistiques de survie des entreprises investies en innovation

Le taux de survie des entreprises s'améliore avec les années, révélant une courbe d'apprentissage et de spécialisation sectorielle des équipes de gestion de capital innovation. Les sociétés de gestion acquièrent des connaissances liées aux spécificités technologiques et peuvent ainsi mieux sélectionner les entreprises et identifier les secteurs porteurs.

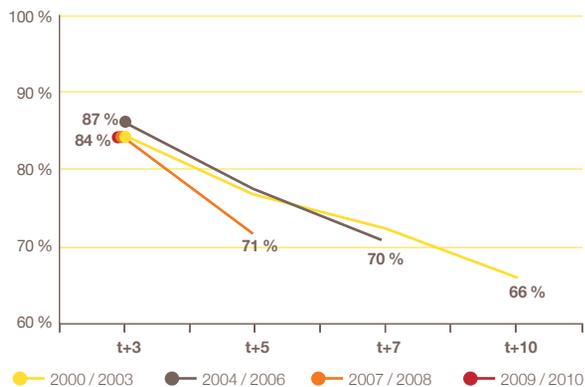
• GRAPHIQUE N°12 TAUX DE SURVIE DES ENTREPRISES INVESTIES EN CAPITAL INNOVATION PAR UN FONDS NATIONAL



Source : **Bpifrance**, Altares, 2014.

Cette courbe d'apprentissage positive n'apparaît pas pour les fonds régionaux. Cela s'explique par une moindre spécialisation de ceux-ci (prédominance jusqu'à une date récente de fonds généralistes), alors que la spécialisation est un facteur de succès important pour être en mesure d'apprécier la valeur des innovations technologiques.

• **GRAPHIQUE N°13**
TAUX DE SURVIE DES ENTREPRISES INVESTIES
EN CAPITAL INNOVATION PAR UN FONDS
GÉNÉRALISTE RÉGIONAL



Source : **Bpifrance**, Altares, 2014.

Cet effet d'apprentissage se retrouve dans la littérature économique traitant du « venture capital ».

Le taux de survie des entreprises ne doit pas être confondu avec la performance financière des fonds : une performance élevée réalisée sur un petit nombre d'entreprises n'est pas impossible à réaliser surtout en amorçage et en capital-risque.

Enfin ces courbes d'apprentissage ne sont pas constatées sur les segments du capital développement et du capital transmission dans les données de **Bpifrance**. L'effet d'apprentissage vise essentiellement un niveau de maîtrise des risques et des risques de marché associés.

Un ciblage sur les segments de marché les plus fragiles

Les disparités de développement des segments du marché du capital investissement ont incité **Bpifrance** à intervenir en priorité dans les segments les moins attractifs pour les souscripteurs privés traditionnels : le capital innovation, le capital développement et le capital transmission pour les petites capitalisations.

Son intention est double :

- d'une part, **Bpifrance** cherche à structurer des véhicules d'investissement et à leur permettre d'atteindre une taille critique pour accompagner les entreprises dans la durée ;
- d'autre part, **Bpifrance** cherche à combler les défaillances du marché et à amortir les effets des cycles économiques.

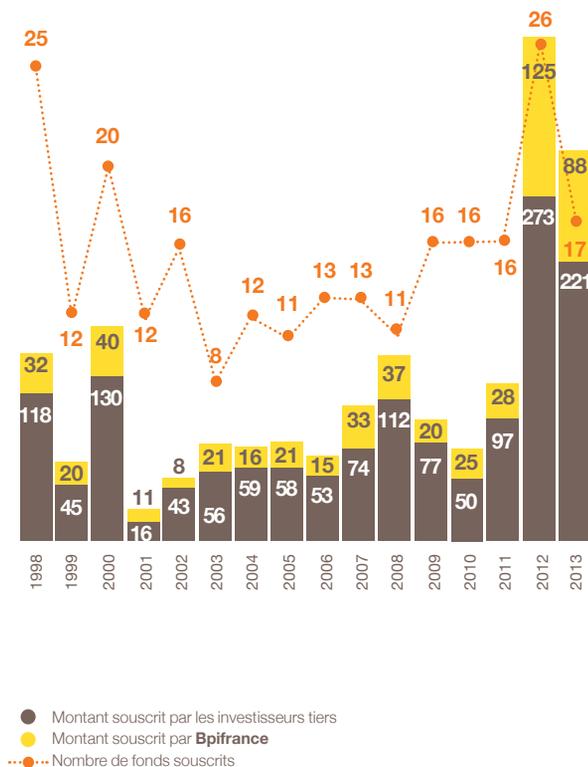
Renforcer les fonds d'investissement : l'exemple des fonds régionaux

Le marché français du capital investissement s'est développé dès les années 1980 à un échelon régional⁽¹⁾, garantissant une forte proximité entre les investisseurs et les entreprises et en 1997, 65 % des fonds existants sont des fonds d'investissement régionaux caractérisés par une petite taille de capitaux gérés.

Bpifrance a participé au développement de ce segment du marché français et a fait de l'échelon régional le cadre privilégié de son action de soutien au tissu entrepreneurial. Elle s'appuie sur un réseau intégré de véhicules d'investissement locaux dédiés au financement des PME.

⁽¹⁾ Les Sociétés de Développement Régional, créées en 1955 sont les précurseurs du capital-risque, créées dans le cadre des politiques d'aménagement du territoire et de développement régional : outils de financement décentralisés investis d'une mission d'intérêt général avec l'aide et le contrôle de l'Etat. Problématique de professionnalisme dans la gestion : l'activité de prêt à moyen long terme et de crédit-bail immobilier l'ont emporté sur l'activité de fonds propres.

• **GRAPHIQUE N°14**
MONTANTS DES CAPITAUX LEVÉS PAR LES FONDS
RÉGIONAUX PARTENAIRES DE Bpifrance
 EN M€



Source : Bpifrance 2014.

Ce choix d'orienter son action vers le développement de véhicules d'investissement régionaux répond d'abord à la conviction qu'une bonne connaissance des territoires économiques permet aux investisseurs de bien sélectionner et accompagner les entreprises, de « négocier en confiance et en vrai partenaire⁽¹⁾ ». Ensuite, les fonds régionaux font preuve d'une forte résilience dans les crises et d'un fort développement dans les périodes plus fastes, signe que ce segment capte des investisseurs et attire les entreprises. « Volatilité réduite mais rentabilité régulière, les organismes régionaux de capital investissement constituent une classe d'actifs à la fois économiquement vertueuse puisqu'elle contribue au développement et au renforcement du tissu des PME en France et financièrement attractive pour les investisseurs⁽¹⁾ ».

Ce choix répond également au constat formulé à l'époque que « la dispersion des moyens est vraisemblablement trop importante et trop d'équipes gèrent trop peu de fonds⁽¹⁾ », les fonds de capital investissement régionaux sont de taille insuffisante pour répondre aux besoins et il est nécessaire d'accompagner les équipes dans la gestion. C'est donc le constat d'un mécanisme nécessaire mais incomplet qui conduit Bpifrance à intervenir sur ce marché.

Aujourd'hui l'intervention de Bpifrance dans le capital investissement régional vise toujours à permettre aux sociétés de gestion de constituer des fonds de taille critique pour répondre aux besoins du marché, notamment en capital innovation : les fonds interrégionaux constituent une réponse possible pour parvenir à une taille critique pas toujours atteignable dans le cadre des fonds régionaux.

La croissance des montants levés par les fonds régionaux et interrégionaux en 2012 et 2013 est une illustration du renforcement de cette orientation stratégique. Elle est en partie liée aux levées de fonds réalisées par les fonds régionaux ou interrégionaux d'amorçage souscrits par le Fonds National d'Amorçage.

⁽¹⁾ Le capital investissement régional, Étude 2003, CDC PME.

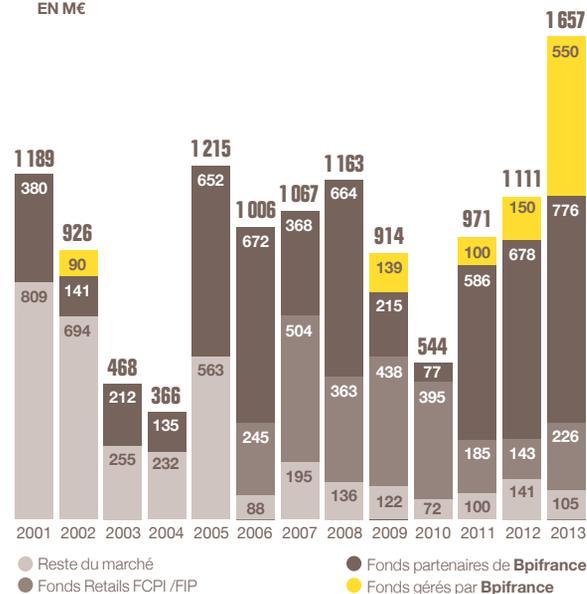
Comblent les défaillances de marché sur le segment du capital innovation

Investir dans une entreprise innovante dans les premiers stades de son développement s'avère risqué car incertain. Le retour sur investissement est envisagé à plus long terme du fait de l'éloignement entre l'investissement et la création de valeur effective par l'entreprise investie.

Le capital innovation est de ce fait un segment délaissé pour les souscripteurs, et devient rapidement un axe prioritaire et pérenne de l'action de **Bpifrance**. Dès 1998, 2 fonds de fonds ciblent l'investissement dans de jeunes sociétés innovantes françaises. Ils sont suivis du Fonds de Promotion pour le Capital-Risque 2000 (FPCR 2000), du lancement du programme France Investissement en 2006 dont une partie est consacrée aux jeunes entreprises innovantes et du Programme des Investissements d'Avenir en 2010.

L'effort sur ce segment est renforcé par la constitution de fonds gérés directement par **Bpifrance**⁽¹⁾.

• GRAPHIQUE N°15
MONTANT DES CAPITAUX LEVÉS EN CAPITAL INNOVATION
EN M€



Source : **Bpifrance**, AFIC, 2014⁽²⁾.

Il en résulte un poids prépondérant et croissant de **Bpifrance** dans les fonds de capital innovation : **Bpifrance** est présente dans une part significative des fonds du marché. Les souscriptions de **Bpifrance** représentent entre 15 % et 28 % des capitaux levés en capital innovation (hors fonds retails FIP/FCPI) sur le marché (sauf en 2013 où elles représentent 55 %). Alors que les montants souscrits par **Bpifrance** dans les fonds partenaires de capital innovation représentaient 12 % du montant total en 1998, ils en représentent plus de 30 % en 2013.

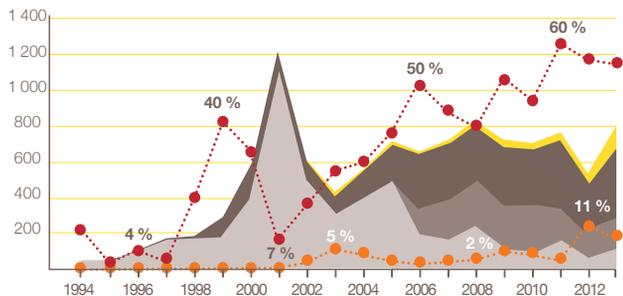
⁽²⁾ Les données sur les montants investis par les FCPI et les FIP ne sont pas disponibles avant 2006.

⁽¹⁾ Le fonds InnoBio soutient le développement d'entreprises innovantes du secteur des biotechnologies.

Les fonds constitués dans le cadre du Programme des Investissements d'Avenir (fonds Ecotechnologie, fonds FSN-Ambition Numérique, fonds Biothérapies innovantes et maladies rares).

Le Fonds Large Venture pour les investissements de plus de 10 M€ qui comble une défaillance du marché français : le trop faible nombre de fonds de capital-risque réalisant des gros tickets par rapport aux besoins.

• **GRAPHIQUE N°16**
MONTANTS INVESTIS DANS LES ENTREPRISES
EN CAPITAL INNOVATION
EN M€



Source : **Bpifrance**, AFIC, 2014⁽¹⁾.

- Montant investi par les fonds gérés par **Bpifrance**
- Montant investi par les fonds partenaires de **Bpifrance**
- Montant investi par les FCIP / FIP
- Montant investi par les autres acteurs du marché (hors FCIP / FIP)
- Poids des montants investis par les fonds partenaires de **Bpifrance**
- Poids des montants investis par les fonds gérés par **Bpifrance**

(1) Les données sur les montants investis par les FCPI et les FIP ne sont pas disponibles avant 2006.

Bpifrance est de ce fait présent directement ou indirectement dans la majorité des investissements réalisés dans les entreprises aux stades de l'amorçage ou du capital-risque.

Dès 1998, près de 20 % des montants investis⁽²⁾ en capital innovation sont réalisés par des véhicules d'investissement dans lesquels **Bpifrance** a souscrit. Il dépasse 50 % à partir de 2006, et en 2013, 55 % des investissements sont réalisés par les véhicules partenaires de **Bpifrance**. Si l'on ajoute l'activité des fonds gérés par **Bpifrance**, ce poids s'élève à 64 % en 2013. En excluant les investissements réalisés par les fonds retails (FCPI et FIP investis par des particuliers) du périmètre, les investissements réalisés par les fonds partenaires et les fonds gérés par **Bpifrance** représentent plus de 90 % des montants investis à partir de 2009.

(2) Y compris les investissements réalisés par des véhicules retails – FCPI et FIP.

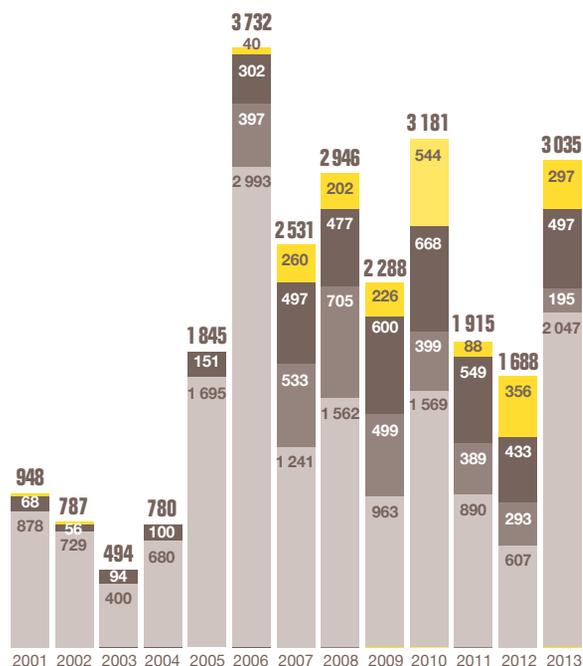
Soutenir les segments du capital développement et de la petite transmission

Le dynamisme du marché du capital investissement, entre 2005 et 2008, concernait principalement le segment du capital transmission majoritaire pour les grandes et moyennes capitalisations. Les segments du capital développement et du capital transmission pour les petites capitalisations souffraient d'un nombre insuffisant de fonds. Ce constat a été à l'origine du lancement du programme France Investissement en 2006, dont l'objectif était d'accroître à la fois le nombre d'équipes de gestion et la taille des fonds levés sur ces segments.

Avec le lancement du programme France Investissement, **Bpifrance** a entraîné les investisseurs sur ce segment. Cela a permis de limiter les effets de la crise et en 2010, les montants levés par des fonds de capital développement sont supérieurs à ceux de 2007.

Cette mobilisation de **Bpifrance** dans les fonds de capital développement, à partir de 2006 a pour conséquence d'accroître le poids des montants investis en capital développement dans les entreprises par les fonds partenaires.

• GRAPHIQUE N°17
MONTANT DES CAPITAUX LEVÉS EN CAPITAL DÉVELOPPEMENT
EN M€

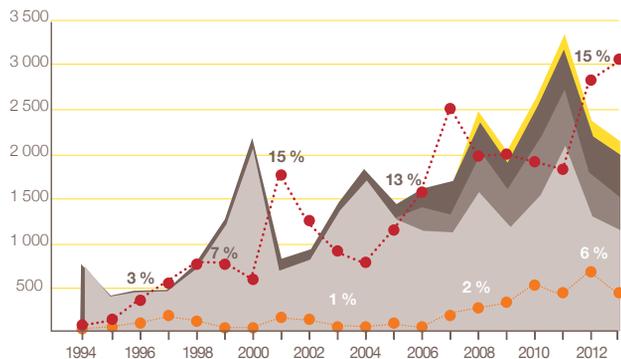


- Reste du marché
- Fonds Retails FCPI/FIP
- Fonds partenaires de **Bpifrance**
- Fonds gérés par **Bpifrance**

Source : **Bpifrance**, AFIC, 2014⁽¹⁾.

(1) Les données sur les montants investis par les FCPI et les FIP ne sont pas disponibles avant 2006.

• **GRAPHIQUE N°18**
MONTANTS INVESTIS DANS LES ENTREPRISES
EN CAPITAL DÉVELOPPEMENT
 EN M€



Source : **Bpifrance**, AFIC, 2014⁽¹⁾.

- Montant investi par les fonds gérés par **Bpifrance**
- Montant investi par les fonds partenaires de **Bpifrance**
- Montant investi par les FCIP / FIP
- Montant investi par les autres acteurs du marché (hors FCIP / FIP)
- Poids des montants investis par les fonds partenaires de **Bpifrance**
- Poids des montants investis par les fonds gérés par **Bpifrance**

(1) Les données sur les montants investis par les FCPI et les FIP ne sont pas disponibles avant 2006.

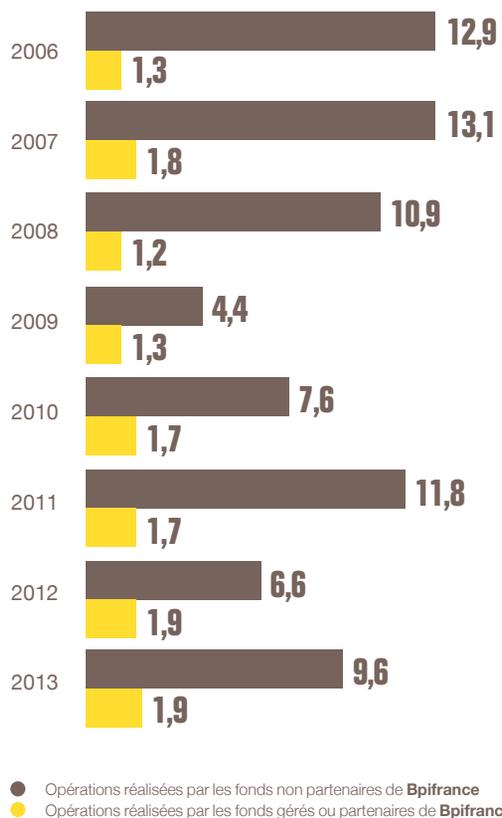
Les fonds partenaires et les fonds gérés par **Bpifrance** sont à l'origine d'environ 20 % des montants investis depuis 2007, les montants qu'ils ont investis en 2013 représentent 30 % du total dont 25 % investis par les fonds partenaires de **Bpifrance**.

Sur le segment du capital transmission, la défaillance de marché concerne les petites transmissions d'entreprises. Les acteurs privilégient, en effet, les grosses opérations de LBO⁽²⁾. En revanche les besoins en capitaux lors de petites transmissions d'entreprises sont peu couverts par le marché. **Bpifrance** cible donc sur ce segment des fonds partenaires réalisant ce type d'opérations. Cela explique la différence entre les montants des tickets d'investissements moyens des fonds du marché et ceux des fonds partenaires de **Bpifrance**, beaucoup plus faibles.



(2) Plus de 50 % des capitaux levés y sont en moyenne affectés.

• **GRAPHIQUE N°19**
TICKET MOYEN DES OPÉRATIONS DE CAPITAL
TRANSMISSION
 EN M€

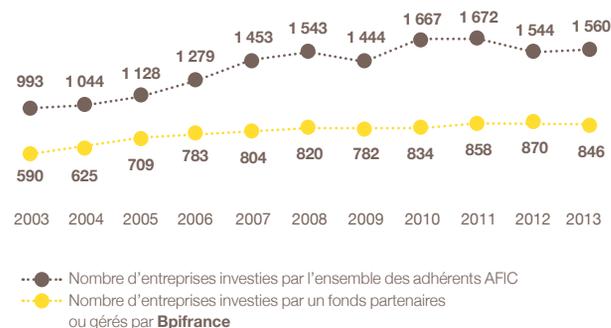


Source : AFIC, **Bpifrance**, 2014.

Au total, **Bpifrance** intervient principalement de manière indirecte dans les entreprises. Le poids des investissements directs est peu élevé sur l'ensemble du marché. L'intervention indirecte de **Bpifrance** auprès des entreprises n'a cessé de croître pendant 20 ans : alors que les investissements des fonds partenaires (tous segments confondus) ne représentaient qu'1 ou 2 % du marché en 1994, ils représentaient entre 5 et 10 % des investissements entre 2000 et 2008 et pèsent aujourd'hui entre 15 % et 20 % du marché depuis 2009.

Si on raisonne en nombre d'entreprises investies par an par les fonds de capital investissement, la présence (directe ou *via* les fonds partenaires) de **Bpifrance** est encore plus forte : chaque année, 1 entreprise sur 2 investie en France par un fonds de capital investissement, est financée par un fonds du portefeuille de **Bpifrance**.

• **GRAPHIQUE N°20**
NOMBRE D'ENTREPRISES INVESTIES ET RÉINVESTIES
EN CAPITAL INVESTISSEMENT EN FRANCE



Source : AFIC, **Bpifrance**, 2014.

Bpifrance se place dans une perspective de rendement à long terme

Contrepartie naturelle de son exposition à un niveau de risque plus élevé que le marché (en agissant sur des défaillances de marché), **Bpifrance** est un investisseur « patient ». Les performances de son portefeuille mettent du temps à se concrétiser. La recherche de rendements élevés à court terme n'entre pas dans les objectifs de **Bpifrance**. La priorité d'action consiste à couvrir des défaillances de marché, en maîtrisant au mieux les prises de risque, et en donnant le temps aux entreprises investies et aux fonds partenaires d'assurer un retour sur investissement.

Cette orientation stratégique se lit dans les données sur les multiples moyens calculés sur le portefeuille « historique » de **Bpifrance** (antérieur à 2004). Plus on remonte dans le passé (graphique n°21), plus le retour effectif est réel (produit réalisé supérieur à 1€ pour 1€ investi), alors qu'il est encore incertain pour des fonds plus récents (dont le multiple comporte encore une part importante de plus-values latentes).

Dans le graphique décomposant la rentabilité (graphique n°22) par segment d'intervention, on constate que les fonds du portefeuille de **Bpifrance** axés sur le capital développement offrent des niveaux de rentabilité très supérieurs à ceux de l'amorçage et du capital-risque. Plusieurs explications pour ces écarts :

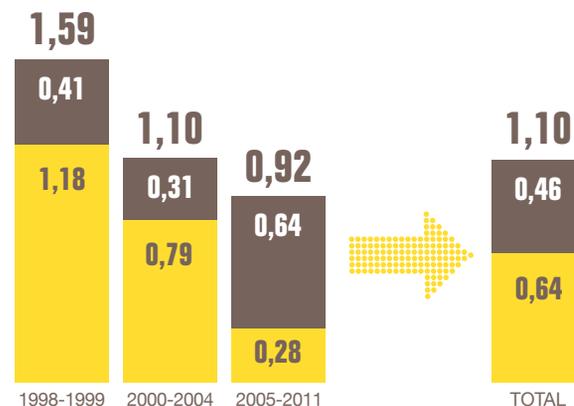
- les fonds d'amorçage et de capital-risque les plus anciens ont subi les effets de la courbe d'apprentissage (temps nécessaire pour que les équipes acquièrent de l'expérience) et les conséquences de l'éclatement de la bulle internet ;
- le capital développement, alors essentiellement présent dans le portefeuille de **Bpifrance** via les fonds régionaux, n'a pas connu ces 2 phénomènes, d'une part parce que les fonds régionaux avaient déjà de bons résultats sur ce segment (mieux situés sur la courbe d'apprentissage du fait de leur antériorité) et d'autre part parce que l'éclatement de la bulle internet a moins concerné le capital développement.

Le multiple moyen est de 1,10 au 30 juin 2014, soit :

Pour 1 € investi, 0,64 € ont déjà été retournés (produit réalisé) et 0,46 € restent à recevoir (estimation de la plus value latente), soit un retour sur investissement global attendu de 1,10 € pour 1 € investi. Sur la génération 1994-1999, le retour sur investissement est de 1,59 € pour 1 € investi, dont 1,18 € ont déjà été remontés aux souscripteurs. Le retour sur investissement se fait sur une longue période, révélant la volonté des véhicules du portefeuille de **Bpifrance** de privilégier la création de valeur par les sous-jacents.

• GRAPHIQUE N°21 MULTIPLÉS MOYENS AU 30 JUIN 2014 / MILLÉSIMES (PROGRAMMES ANTÉRIEURS À 2004)

Le périmètre retenu pour cette analyse de la performance porte uniquement sur les fonds souscrits dans le cadre du programme antérieur à France Investissement (appelé programme PME Innovation) dont les fonds sont suffisamment matures pour avoir une rentabilité révélatrice de leur performance, bien qu'elle soit encore fortement impactée par la crise.



TVPI (multiple total : DPI + RVPI)

● RVPI (valeur estimative au 30/06/2014 / capitaux appelés)

● DPI (retour effectif)

Source : **Bpifrance**, 2014.

Le capital développement se distingue avec un multiple de 1,36

Pour 1 € investi, 0,95 € reçus (produit réalisé) et 0,41 € à recevoir (produit latent), soit un retour sur investissement global attendu de 1,36 € pour 1 € investi.

Les investissements réalisés en capital-risque et en amorçage affichent une moins bonne performance, qui s'explique notamment par :

- l'éclatement de la bulle internet de 2000/2001 ;
- certains projets d'entreprises qui n'ont pas trouvé leur marché ;
- le retour sur investissement généralement plus faible qu'en capital développement et surtout plus long (la valeur estimative des investissements en capital-risque non distribués représente plus de la moitié du multiple global au 30 juin).

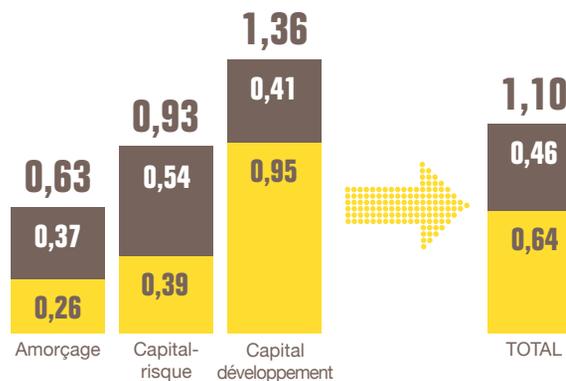
Le périmètre retenu pour cette analyse de la performance porte uniquement sur les fonds souscrits dans le cadre du programme antérieur à France Investissement (appelé programme PME Innovation) dont les fonds sont suffisamment matures pour avoir une rentabilité révélatrice de leur performance, bien qu'elle soit encore fortement impactée par la crise.

Les performances des fonds du portefeuille de **Bpifrance** surperforment le marché pour le capital développement fin 2013 :

- pour 1 € investi, 0,95 € reçus (produit réalisé) et 0,41 € à recevoir (produit latent), soit un retour sur investissement global attendu de 1,36 € pour 1 € investi, contre 1,27 pour l'échantillon de l'AFIC au 31/12/2013⁽¹⁾ ;
- sur le segment du capital-risque, les performances des fonds du portefeuille de **Bpifrance** sont en-dessous du marché, mais restent en ligne avec ces derniers.

⁽¹⁾ Points d'attention : les statistiques AFIC sont établies à partir des performances communiquées de façon volontaire mais confidentielle par ses membres : **Bpifrance** n'a pas accès au détail de ces données. Les analyses de l'AFIC sont établies sur la base des fonds matures créés entre 1987 et 2011 alors que les analyses de **Bpifrance** concernent les programmes créés avant 2004.

• GRAPHIQUE N°22
MULTIPLES MOYENS AU 30 JUIN 2014 PAR SEGMENT
(FONDS ANTÉRIEURS À 2004)
EN PROGRAMMES

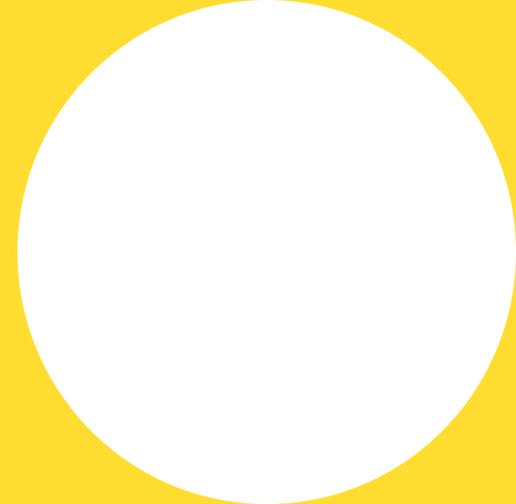


TVPI (multiple total : DPI + RVPI)

- RVPI (valeur estimative au 30/06/2014 /capitaux appelés)
- DPI (retour effectif)

Source : **Bpifrance**, 2014.

2. LES TRAJECTOIRES DES ENTREPRISES INVESTIES PAR Bpifrance ET SES PARTENAIRES



L'ambition de **Bpifrance** et des fonds partenaires est de soutenir le développement des entreprises.

La contribution de **Bpifrance** à la structuration du marché du capital investissement poursuit *in fine* un objectif : permettre aux entreprises d'avoir un meilleur accès au financement en fonds propres, financement qui conditionne leur développement et leur croissance. **Bpifrance** vise ainsi à « participer à l'émergence d'entreprises françaises futures championnes de l'économie française »⁽¹⁾.

En augmentant leurs fonds propres, les entreprises améliorent leur structure financière : elles bénéficient d'une plus grande capacité d'autofinancement et d'emprunt sur le marché. Cette meilleure stabilité financière augmente leur capacité d'investissement.

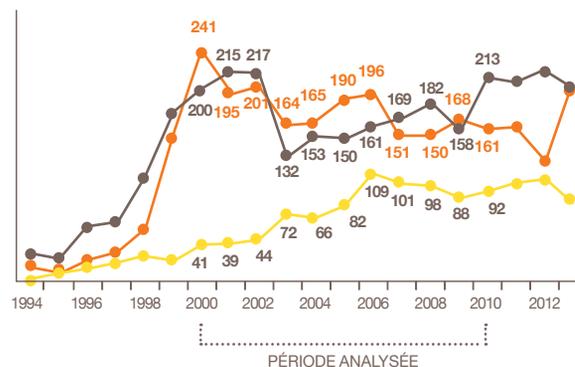
Entre 1994 et 2013, **Bpifrance** et ses partenaires sont entrés au capital de plus de 6 200 entreprises françaises et européennes, accompagnées pendant une durée moyenne de 7 ans.

Qui sont ces entreprises ? Comment se développent-elles ?

Bpifrance et ses partenaires sont-ils parvenus à faire émerger des « championnes » de l'économie française ?

Pour répondre à ces questions, les trajectoires des entreprises investies ont été tracées et analysées.

• **GRAPHIQUE N°23**
ENTREPRISES INVESTIES PAR Bpifrance
ET LES FONDS PARTENAIRES ENTRE 1994 ET 2013
 EN NOMBRE D'ENTREPRISES



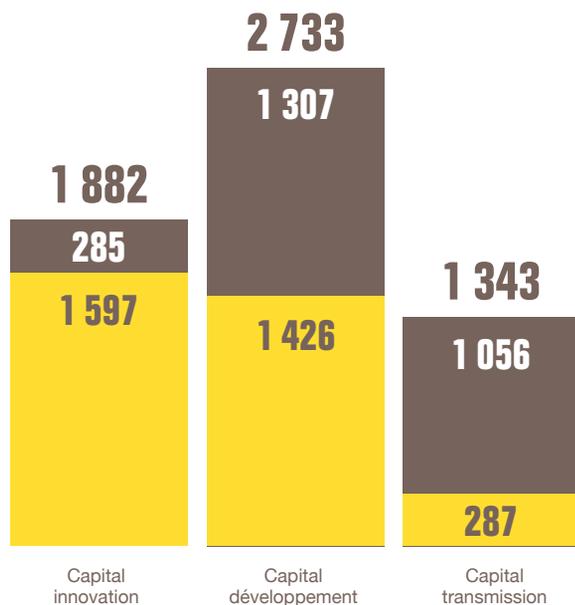
- Capital innovation
- Capital développement
- Capital transmission

Sur ce graphique sont comptées les entreprises primo investies par un fonds partenaire ou par un fonds géré par **Bpifrance**. Les entreprises étrangères ne sont pas comptées.

Source : **Bpifrance**, 2014.

⁽¹⁾ Soutien public au capital-risque et au capital développement : le rôle de CDC Entreprises, P. Lagarde, Revue d'Economie Financière, Volume 93 Numéro 93 p. 69-76, 2008.

• **GRAPHIQUE N°24**
ENTREPRISES ANALYSÉES PAR SEGMENT
EN NOMBRE D'ENTREPRISES



- Entreprises directement investies
- Entreprises investies via une holding financière ou via la maison-mère

Les entreprises analysées sont les entreprises ciblées par l'investissement : dans les cas, où l'investissement est réalisé via une holding ou via la maison-mère, nombreux en capital développement et en capital transmission, les travaux ont porté sur les trajectoires de développement des entreprises filiales de cette holding et de cette maison-mère ciblées par l'investisseur.

Source : **Bpifrance**, 2014.

Les travaux menés ont permis de qualifier le développement des entreprises au cours des 10 ans suivant l'entrée du fonds dans le capital⁽¹⁾ au travers de 2 indicateurs, la croissance du chiffre d'affaires (CA) et de l'emploi, puis de classer les entreprises selon l'amplitude de leur développement :

- **les entreprises en forte croissance** : elles font partie des 10 % des entreprises les plus dynamiques en termes de croissance pendant au moins 2 années consécutives pendant les 10 années suivant l'investissement⁽²⁾ ;
- **les entreprises dynamiques** : elles se classent dans le 9^e décile des entreprises les plus dynamiques en termes de croissance pendant au moins 2 années consécutives pendant les 10 années suivant l'investissement ;
- **les entreprises stables** : leur CA n'évolue pas ou peu pendant les 10 années suivant l'investissement ;
- **les entreprises en décroissance** : leur CA diminue tout au long de la période.

Les analyses montrent que le type de fonds, régional ou national, n'influence pas le développement des entreprises. En revanche, le réinvestissement du même fonds et le co-investissement de plusieurs fonds dans la même entreprise influencent positivement sa croissance, à l'exception des entreprises investies en capital transmission.

⁽¹⁾ Les entreprises investies en 2000 sont observées de 2000 à 2010, celles investies en 2003 sont observées de 2003 à 2013, celles investies en 2010 sont observées de 2010 à 2013.

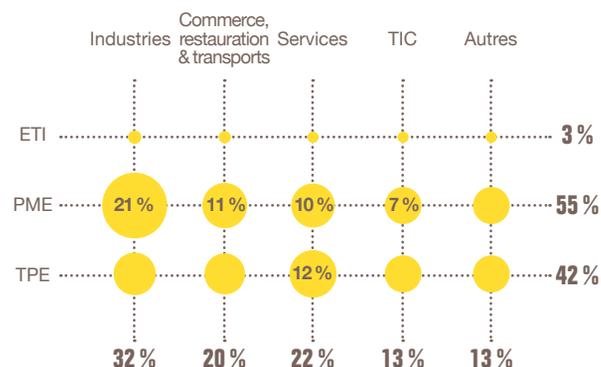
⁽²⁾ Ce choix a été retenu pour disposer d'une base statistique suffisante dans chaque classe d'entreprise.

2.1

Capital développement : les trajectoires de développement des entreprises investies

Le renforcement de la situation financière des entreprises répond aux besoins de financement des entreprises désirant investir sur de nouveaux marchés et augmenter leurs capacités de production.

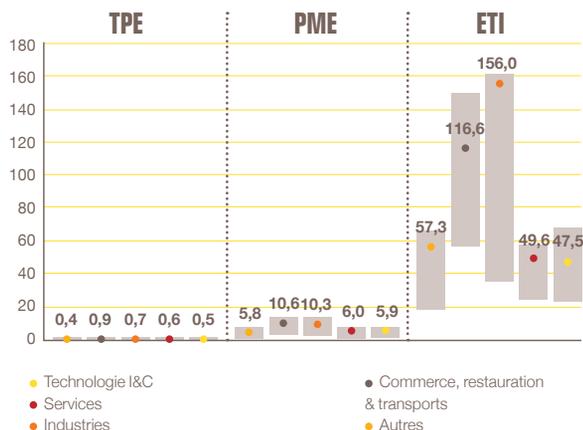
- **GRAPHIQUE N°25**
RÉPARTITION DES ENTREPRISES INVESTIES
EN CAPITAL DÉVELOPPEMENT PAR TAILLE
ET SECTEUR
EN %



Source : **Bpifrance**, BODACC et Altares, 2014.

• **GRAPHIQUE N°26**
MOYENNE ET INTERVALLE INTERQUARTILE DES
CHIFFRES D'AFFAIRES DES ENTREPRISES INVESTIES
SUR LE SEGMENT DU CAPITAL DÉVELOPPEMENT
PAR TAILLE ET SECTEUR D'ACTIVITÉ

EN M€



Clé de lecture :

En moyenne, les ETI industrielles investies en capital développement ont un CA de 156 M€. L'intervalle interquartile indique qu'un quart des ETI industrielles ont un CA inférieur à 35 M€, et qu'un autre quart des ETI industrielles ont un CA supérieur à 162 M€.

Source : **Bpifrance**, Altarea, 2014.

Les entreprises investies en capital développement sont déjà établies sur un marché, elles tirent profit de leur activité et présentent de bonnes perspectives de croissance.

PME et TPE sont les principales cibles du capital développement. Un tiers d'entre elles sont exportatrices⁽¹⁾.

Leur taux de survie est élevé, près de 88 % sont encore en activité 10 ans après l'investissement. Ce taux est plus élevé que celui d'une population similaire⁽²⁾ qui a eu recours à la dette classique pour financer son projet (83 % survivent dans les 10 ans suivant leur financement). Parmi les entreprises qui cessent leur activité, 2/3 meurent dans les 5 années suivant l'investissement. Ceci témoigne du risque pris par les entreprises qui investissent pour se développer rapidement. En renforçant la structure financière des entreprises, le capital investissement leur permet de réaliser des projets d'investissement ambitieux.

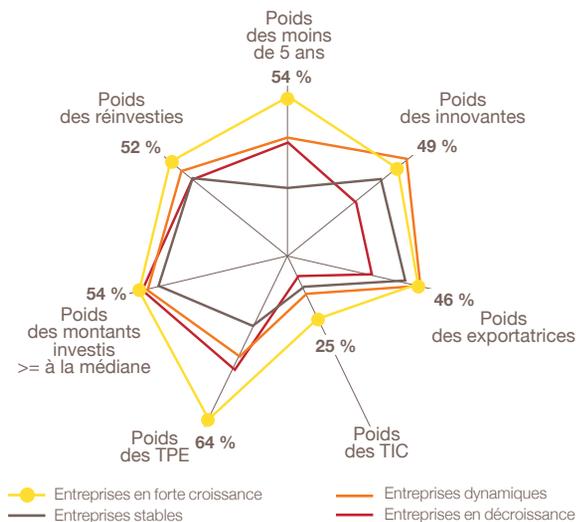
Au-delà de ces caractéristiques, elles présentent des différences de maturité sur leur marché et de stratégie qui expliquent qu'elles ne se développent pas au même rythme.

⁽¹⁾ Une entreprise est exportatrice lorsqu'elle réalise plus de 5 % de son chiffre d'affaires à l'export.

⁽²⁾ La population de référence est constituée d'entreprises ayant eu recours à l'emprunt pour financer leur investissement et similaire en âge, taille, secteur et date d'investissement à la population d'entreprises investies.

Les plus belles trajectoires sont le fait d'une entreprise investie sur cinq. Ce sont de jeunes PME dont le moteur principal est l'innovation et qui ont été financées par les fonds partenaires ou les fonds gérés par **Bpifrance** au fil de tours de table successifs. Elles ont quadruplé leur CA et leur effectif en 10 ans. À l'inverse, les entreprises industrielles matures peinent à se développer. Elles ont maintenu leur niveau d'activité du jour de l'ouverture de leur capital.

• **GRAPHIQUE N°27**
TYPLOGIE DES ENTREPRISES PAR CLASSE DE DÉVELOPPEMENT



Clé de lecture :

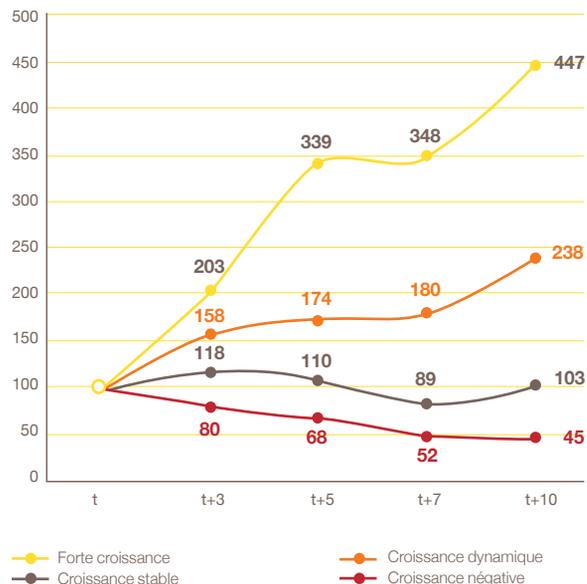
54 % des belles trajectoires ont bénéficié d'un montant d'investissement supérieur au montant d'investissement médian de l'ensemble du portefeuille d'entreprises investies en capital développement.

Source : **Bpifrance**, Altares, 2014.

• **GRAPHIQUE N°28**
ÉVOLUTION DU CA MOYEN PAR TYPE DE TRAJECTOIRE DE DÉVELOPPEMENT
SEGMENT : CAPITAL DÉVELOPPEMENT

Périmètre :

Entreprises investies entre 2000 et 2010 - Indice base 100 = CA moyen de l'année de l'investissement



Clé de lecture :

Chaque trajectoire est définie à partir de la situation de l'entreprise en t, t+3, t+5, t+7 et t+10, « t » étant la date d'entrée du fonds dans le capital de l'entreprise.

Source : **Bpifrance**, Altares, 2014.

Les entreprises en forte croissance

Les entreprises en forte croissance représentent 19 % des entreprises investies en capital développement.

Sur les 10 années suivant le soutien, elles ont enregistré **un taux de croissance annuel moyen de leur CA supérieur à 30 %** pendant au moins 2 années consécutives. Ainsi, **elles ont triplé leur CA en 5 ans et l'ont quadruplé en 10 ans**. Leur développement est le fruit de leur internationalisation : un tiers d'entre elles exportent au moment de l'investissement, la moitié 10 ans après.

Elles sont jeunes (1 sur 2 contre 1 sur 3 au sein des autres classes) et appartiennent **aux secteurs des TIC (25 %) et des services (30 %)**. Près de la moitié de ces entreprises sont innovantes : elles ont bénéficié d'une Aide à l'Innovation (AI)⁽¹⁾ contre 40 % des entreprises des autres classes de performance.

Le montant investi dans ces entreprises, en particulier chez les TPE, est nettement supérieur à celui investi dans les entreprises moins performantes.

Le rythme de création de richesse des plus matures est régulier sur les 10 ans (elles multiplient leur CA par 2 en 5 ans et par 4 en 10 ans). Celui des plus jeunes est plus « chaotique » : elles multiplient leur CA par 6 en 5 ans puis connaissent une phase de consolidation : au total, elles multiplient par 5 leur CA en 10 ans.

La crise économique de 2009 n'a pas perturbé leur développement, elles ont continué à croître entre 2008 et 2012.



⁽¹⁾ Dispositifs d'aides à l'innovation financés par **Bpifrance** : faisabilité et développement de projets d'innovation, projets R&D industriels et collaboratifs, projets de R&D collaboratifs et structurants labellisés par un pôle de compétitivité.

Cas d'entreprise

Hardex

**Tradition familiale
et excellence industrielle
au service de clients
prestigieux**

Peu de gens connaissent Hardex, une filiale du groupe familial IMI, et pourtant tout le monde connaît ses clients. Des maisons prestigieuses dans l'horlogerie et la bijouterie de luxe. Ils ne sont que 2 indépendants en Europe à pouvoir s'enorgueillir de fournir ces clients très exigeants.

À l'origine de la création de Hardex, il y a la volonté du groupe IMI de donner une deuxième vie à un atelier d'usinage vieillissant qui se disperse en travaillant pour de nombreux sous-traitants.

■ ■ Nous souhaitons nous rapprocher des clients finaux et leur proposer des produits finis ■ ■ explique Antoine Gérard, dirigeant du groupe IMI. Les besoins émergents de pièces en céramique dans l'horlogerie et la bijouterie vont être l'opportunité de créer Hardex en 2006.

Les dirigeants décident de se positionner sur l'ensemble de la chaîne de fabrication : de la poudre de céramique à la pièce finie. Mais il y a de nombreux investissements à financer. La conception et le traitement de ces pièces en céramique reposent en effet sur un procédé très technique et exigeant. Déjà la céramique, matière incassable et inrayable, est complexe à travailler. En outre les pièces à réaliser sont d'une extrême précision, au micron près pour pouvoir s'insérer dans les mécanismes des montres.

Le groupe IMI se met donc à la recherche de fonds. C'est tout naturellement que **Bpifrance** décide d'investir dans IMI en 2008.

■ ■ Nous recherchions des sociétés d'excellence et bénéficiant d'une vraie reconnaissance sur leur marché ■ ■ rappelle Arnaud Legardeur du fonds France Investissement Croissance géré par **Bpifrance**. Et le succès est au rendez-vous. ■ ■ Même s'il nous aura fallu près de 6 ans pour parfaitement maîtriser l'ensemble du procédé ■ ■ reconnaît Antoine Gérard.

Symbole de cette réussite et de cette maîtrise : la montre Excalibur Quatuor réalisée avec la maison de luxe Roger Dubuis. Une montre unique au monde entièrement réalisée en silicium et vendue 1 million de francs suisse. ■ ■ Nous avons connu une petite crise de croissance en 2012 parce qu'il a fallu aller vite pour prendre ce marché naissant, mais nous sommes aujourd'hui devenus incontournables avec une part de marché importante sur les pièces en céramique ■ ■ explique Antoine Gérard.

Le passage de témoin entre Antoine Gérard et son père a également été réussi et le groupe IMI peut désormais se projeter vers de nouveaux développements. Avec un objectif de croissance assumé pour continuer à grandir et, pourquoi pas, atteindre le cap d'une ETI ?

► Métier

Hardex est spécialisée dans le traitement des matériaux céramiques à très hautes performances. La société se positionne sur l'ensemble de la chaîne de fabrication : de la poudre à la pièce dense. Ses principaux clients sont des maisons de luxe dans l'horlogerie et la bijouterie.

► Étapes clés

- 2006** : Création de la société Hardex, née de la fusion entre l'atelier d'usinage de matériaux durs de la société Cheval Frères et un atelier de mise en forme des poudres de céramique.
- 2007**
2008 : Levée de 4,8 M€ auprès du fonds France Investissement Croissance géré par **Bpifrance** et constitution de l'usine et du parc de machines de Hardex.
- 2008**
2012 : Modernisation et rationalisation de l'outil de production et des process. Croissance forte du chiffre d'affaires, Hardex passe le cap des 5 M€.
- 2014** : Stabilisation du CA. Hardex est un des leaders dans la fabrication de pièces en céramique en Europe.

Projet d'investissement

**FONDS FRANCE
INVESTISSEMENT
CROISSANCE**
4,8 M€

2006 2007
**CA : 1,7 M€
EFFECTIF : 17**

2013
**CA : 4,4 M€
EFFECTIF : 35-40**

Point de vue des investisseurs

« Vous les banquiers la seule chose qui vous intéresse, ce sont les reportings. C'est avec ce trait d'humour que m'avait interpellé le dirigeant lors du premier tour de table. Par la suite nous avons su construire une véritable relation de confiance : le dirigeant me faisait visiter les usines, m'associait à la réflexion stratégique de l'entreprise et même parfois à sa réflexion personnelle. »

**Christian Léonetti
Bpifrance**

« Lorsque **Bpifrance** a investi dans IMI, il y avait un double enjeu : faire croître la société et l'aider à se développer sur de nouveaux marchés mais aussi assurer le passage de témoin entre le dirigeant historique et son fils. 6 ans après, la société a réussi à s'imposer en étant un acteur leader à la fois dans la fabrication de couronnes mais aussi en pièces de céramique et Antoine Gérard a succédé à son père en 2009 à la tête du groupe IMI. »

**Arnaud Legardeur
Bpifrance**

Point de vue du dirigeant

■ ■ C'est important pour nous d'avoir un investisseur qui a une vraie compréhension de l'industrie et qui a la notion du temps industriel : entre le moment où l'on met du capital et le moment où l'on obtient une rentabilité, il se passe parfois 7-8 ans surtout sur des procédés très techniques. À ce titre, **Bpifrance** a eu une vraie hauteur de vue et a su jouer ce rôle d'investisseur patient. ■ ■

■ ■ Avoir un investisseur derrière soi est important pour surmonter les zones de fragilité. Quand il y a une relation de confiance, l'investisseur peut nous aider à surmonter une période difficile surtout s'il nous connaît et qu'il sait que nous avons une gestion saine et rentable de la société. ■ ■

■ ■ Dans notre groupe familial, nous avons toujours eu des investisseurs financiers et souhaité en avoir. C'est utile d'avoir un regard extérieur et critique avec des investisseurs exigeants en termes de rentabilité. Parce que sans rentabilité, une entreprise n'est pas viable dans la durée. ■ ■

Antoine Gérard
Dirigeant du groupe IMI

Les entreprises dynamiques

Les entreprises dynamiques représentent 16 % des entreprises investies en capital développement.

Sur les 10 années suivant le soutien, elles ont enregistré un **taux de croissance annuel moyen de leur CA supérieur à 15 %** pendant au moins 2 années consécutives (mais n'ont jamais connu une croissance supérieure à 30 % sur au moins 2 ans, ce qui les exclut de la 1^{re} classe).

Elles parviennent à **doubler leur CA et leur effectif en 10 ans**, elles mettent donc 2 années de plus que les entreprises de la 1^{re} classe pour atteindre le même volume d'affaires.

Ce sont des PME de l'industrie et des services, plus âgées que les entreprises en forte croissance. Comme elles, elles innovent (52 %) et se développent à l'international (47 % sont exportatrices 10 ans après de l'investissement, contre 34 % à la date de l'investissement)⁽¹⁾.

Les entreprises stables

Elles représentent 46 % de l'ensemble des entreprises investies en capital développement. Leur CA moyen sur la période est quasi-stable et leur effectif a tendance à diminuer.

Les entreprises industrielles sont plus représentées parmi les entreprises stables que parmi les autres classes.

⁽¹⁾ Une entreprise est considérée comme exportatrice si elle réalise au moins 5 % de son CA à l'export en moyenne.

Cette stabilité s'explique par plusieurs facteurs :

- elles ont atteint un degré de maturité sur leur marché qui ralentit leur dynamique de croissance. Elles sont plus âgées : 55 % ont plus de 10 ans (contre 33 % pour les autres classes) et sont plus grosses : 6 % d'entre elles sont des ETI et 67 % sont des PME (contre respectivement 3,5 % et 47 % pour les autres classes) ;
- elles sont moins exportatrices et moins innovantes que les entreprises des autres classes : 2/3 d'entre elles n'ont jamais été soutenues par une aide à l'innovation.

Les entreprises en décroissance

Une entreprise sur cinq a connu des difficultés pendant les années suivant l'ouverture de son capital et a enregistré une baisse régulière et continue de son CA. Le ralentissement de l'activité s'est accompagné d'une réduction des effectifs (- 25 % en 3 ans, - 40 % en 10 ans).

Ces entreprises innovent moins (30 % vs 45 %) et exportent moins (30 % vs 44 %) que les autres. La conjoncture dégradée a freiné leur projet de développement : **un quart des entreprises en décroissance a été investi en 2008** (contre seulement 8 % pour les entreprises des autres classes).

(1) Dispositifs d'aides à l'innovation financés par **Bpifrance** : faisabilité et développement de projets d'innovation, projets R&D industriels et collaboratifs, projets de R&D collaboratifs et structurants labellisés par un pôle de compétitivité.

**CAPITAL
DÉVELOPPEMENT**

**CAPITAL
RISQUE**

**CAPITAL
AMORÇAGE**

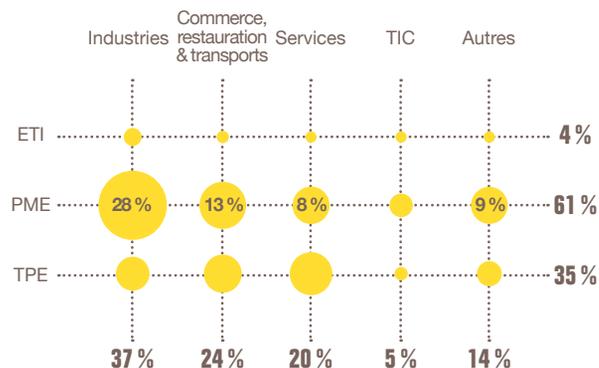
2.2

Capital transmission : les trajectoires de développement des entreprises investies

Les entreprises investies en capital transmission sont des entreprises rentables et matures. L'objectif du capital transmission est de faciliter la reprise d'une entreprise par un nouveau propriétaire, par exemple lorsque le dirigeant souhaite prendre sa retraite. En entrant au capital, le fonds d'investissement permet à la nouvelle équipe dirigeante de devenir actionnaire de l'entreprise et de poursuivre son développement.

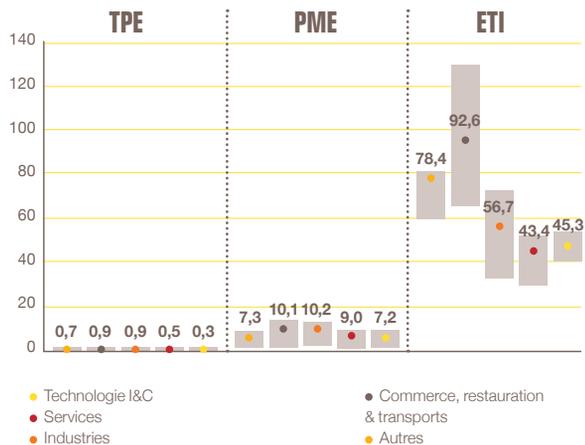
Leur taux de survie est particulièrement élevé : 9/10 sont en activité, 10 ans après l'investissement.

- **GRAPHIQUE N°29**
RÉPARTITION DES ENTREPRISES INVESTIES
EN CAPITAL TRANSMISSION
PAR TAILLE ET SECTEUR



Source : **Bpifrance**, BODACC et Altares, 2014.

• **GRAPHIQUE N°30**
MOYENNE ET INTERVALLE INTERQUARTILE
DES CHIFFRES D'AFFAIRES DES ENTREPRISES SUR
LE SEGMENT DU CAPITAL TRANSMISSION
INVESTIES PAR TAILLE ET SECTEUR D'ACTIVITÉ



Clé de lecture :

En moyenne, les PME industrielles investies capital transmission ont un CA de 10,2 M€. L'intervalle interquartile indique qu'un quart des PME industrielles ont un CA inférieur à 4 M€, et qu'un autre quart des PME industrielles ont un CA supérieur à 13 M€.

Source : **Bpifrance**, Altarea, 2014

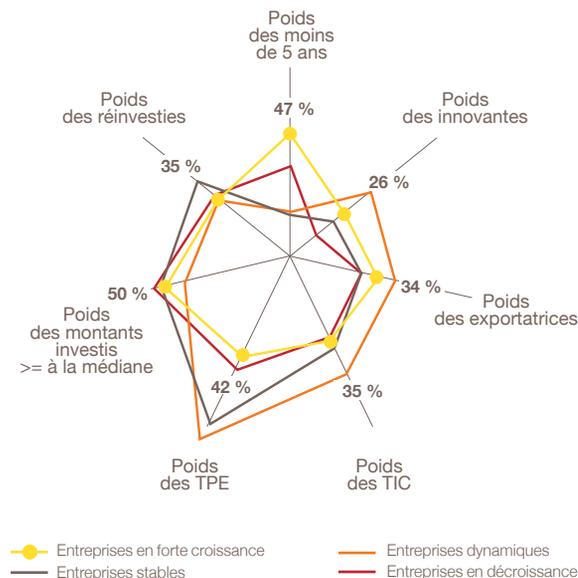
Les entreprises investies en transmission sont pour 37 % des PME appartenant aux secteurs de l'industrie. Agées de plus de 10 ans pour la plupart, elles ont atteint un fort degré de maturité. Elles sont peu internationalisées : 1 sur 4 exporte au moment de l'investissement.

Elles sont solides, rentables et matures. Ainsi, leur taux de survie est particulièrement élevé (9 sur 10 sont en activité 10 ans après l'investissement), contre 8 sur 10 pour une population d'entreprises de référence dont la transmission a été financée par un recours à la dette. Parmi les entreprises investies en capital investissement,

le segment de la transmission est celui qui présente le meilleur taux de survie à 5 comme à 10 ans. Le capital transmission atteint son objectif : sécuriser l'activité de l'entreprise fragilisée par le changement de dirigeant.

Les transmissions les plus réussies concernent des entreprises de moins de 5 ans des secteurs des services et du commerce. Elles ont triplé leur CA en 10 ans et quadruplé leurs effectifs.

• **GRAPHIQUE N°31**
TPOLOGIE DES ENTREPRISES PAR CLASSE
DE DÉVELOPPEMENT



Clé de lecture :

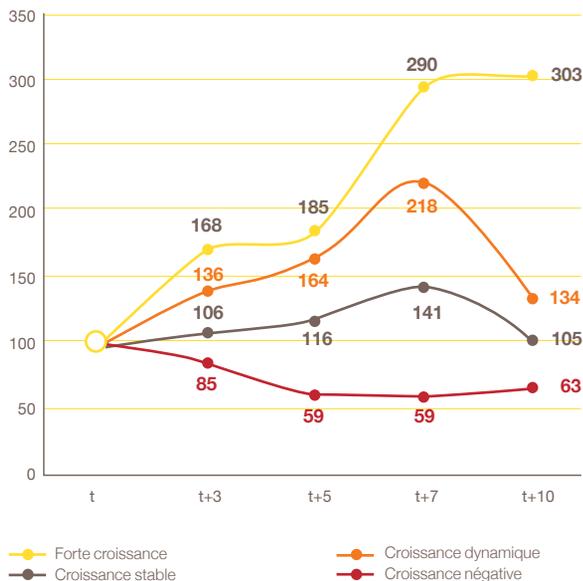
50 % des belles trajectoires ont bénéficié d'un montant d'investissement supérieur au montant d'investissement médian de l'ensemble du portefeuille d'entreprises investies en capital transmission.

Source : **Bpifrance**, Altarea, 2014

• **GRAPHIQUE N°32**
ÉVOLUTION DU CA MOYEN PAR TYPE
DE TRAJECTOIRE DE DÉVELOPPEMENT
SEGMENT : CAPITAL TRANSMISSION

Périmètre :

Entreprises investies entre 2000 et 2010 - Indice base 100 = CA moyen de l'année de l'investissement.



Clé de lecture :

chaque trajectoire est définie à partir de la situation de l'entreprise en t, t+3, t+5, t+7 et t+10, « t » étant la date d'entrée du fonds dans le capital de l'entreprise.

Source : **Bpifrance**, Altares, 2014.

Les entreprises en forte croissance

Près d'une entreprise sur cinq connaît une forte croissance après l'investissement (18 %).

Leur CA a quasiment **doublé en 5 ans et a triplé en 10 ans**. Cette forte croissance s'est accompagnée d'un nombre élevé d'embauches : **leur effectif moyen a augmenté de plus de 50 % en 5 ans** et quadruplé en 10 ans.

Deux éléments caractérisent ces entreprises :

- leur âge : en moyenne plus jeunes que les autres entreprises investies en capital transmission (47 % ont moins de 5 ans, elles ne sont que 22 % dans les autres catégories). Elles sont donc encore en cycle de croissance et n'ont pas atteint leur seuil de maturité ;
- leur secteur d'appartenance : **les secteurs des services (26 %) et du commerce (18 %) en particulier le commerce de gros** sont surreprésentés par rapport à leur poids au sein des autres classes.

Elles sont peu nombreuses à exporter (une sur quatre à la date d'investissement, une sur trois 10 ans après). Par ailleurs, ces entreprises sont peu sensibles à la conjoncture économique, elles ont ainsi dans l'ensemble fait preuve d'une bonne résistance après la crise de 2009.

1 ENTREPRISE
SUR 5 **CA x3** en 10 ans

Les entreprises dynamiques

15 % des entreprises investies en capital transmission connaissent une croissance dynamique : **elles doublent leur CA en 7 ans**. 2 années de plus que pour les entreprises de la classe 1 leur sont nécessaires pour atteindre le même volume d'affaires. En revanche, elles se montrent moins dynamiques sur la durée en matière d'emploi : leurs effectifs augmentent de 60 % en 3 ans puis diminuent légèrement au-delà.

Ce sont des **PME industrielles matures⁽¹⁾**, leur dynamisme est en partie le résultat de leurs efforts en innovation et leur présence sur les marchés internationaux : 40 % ont bénéficié d'une aide à l'innovation de **Bpifrance**, contre seulement 20 % des entreprises des autres catégories. 40 % d'entre elles sont exportatrices (contre 30 % pour les entreprises des autres classes).

Ces entreprises sont sensibles à la conjoncture économique : elles ont connu un recul de leur CA entre 2008 et 2012. La crise économique de 2009 a fortement touché l'industrie.

Les entreprises stables

Les entreprises en croissance stable représentent 44 % des entreprises investies en capital transmission.

Elles n'ont augmenté que faiblement leur CA : + 16 % en 5 ans et leur effectif de 7 %.

(1) 76 % sont des PME contre 59 % pour les autres catégories. 50 % appartiennent aux industries agro-alimentaires et manufacturières contre 37 % pour les autres catégories. 83 % ont plus de 5 ans contre 72 % pour les autres catégories.

Elles sont plus fortement représentées que les entreprises des autres classes dans **le secteur de l'hébergement et restauration** : 12 % appartiennent à ce secteur contre 2 % pour les autres catégories. Elles exportent moins que les entreprises des autres classes (27 % vs 34 %).

Les entreprises en croissance stable sont également sensibles à la conjoncture économique : leur CA moyen s'est contracté entre 2008 et 2012 pour revenir au même niveau qu'après l'entrée des fonds dans le capital.

Les entreprises en décroissance

Près d'un quart des entreprises investies en capital transmission a connu des difficultés pendant les années suivant leur investissement et leur **CA a diminué continuellement** : passant de 9 M€ en moyenne après l'investissement à 5,3 M€ 5 ans après. Leurs effectifs diminuent de 15 % en 3 ans puis stagnent sur 7 ans.

Elles sont plus jeunes et plus petites que les entreprises des autres classes : 35 % ont moins de 5 ans contre 24 % pour les entreprises des autres classes.

Appartenant au secteur des services (30 % vs 18 % pour les autres catégories), elles innoveront peu (13 % vs 26 %).

Près de la moitié a été investie à partir de 2007, contre 29 % pour les autres classes : la période conjoncturelle défavorable a fortement pesé sur leur développement.

2.3

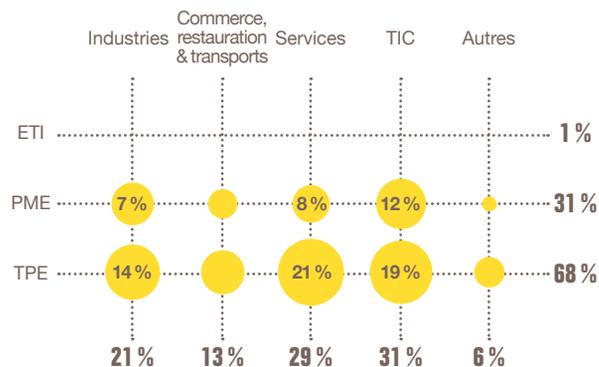
Capital innovation : les trajectoires de développement des entreprises investies

Les start-ups et les entreprises innovantes et technologiques sont investies par des fonds de capital innovation qui les sélectionnent pour leur fort potentiel de croissance.

On distingue 2 types d'entreprises dans ce segment :

- les entreprises en création : l'augmentation de leurs fonds propres leur permet de démarrer leur activité en finançant leur trésorerie de départ et les investissements. Elles sont investies par des fonds de capital amorçage, qui complètent les financements apportés par la love money⁽¹⁾ ou les Business Angels ;
- les entreprises à un stade de maturité plus avancé mais qui ne sont pas encore rentables : elles sont investies par des fonds de capital-risque qui prennent le relai des fonds d'amorçage.

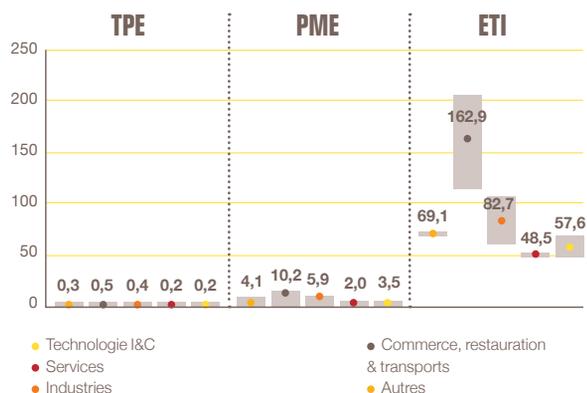
• GRAPHIQUE N°33 RÉPARTITION DES ENTREPRISES INVESTIES EN CAPITAL INNOVATION PAR TAILLE ET SECTEUR



Source : **Bpifrance**, BODACC et Altares, 2014.

(1) Financements apportés par les proches du créateur d'entreprise (famille, amis...).

• **GRAPHIQUE N°34**
MOYENNE ET INTERVALLE INTERQUARTILE
DES CHIFFRES D'AFFAIRES DES ENTREPRISES
INVESTIES SUR LE SEGMENT DU CAPITAL INNOVATION
PAR TAILLE ET SECTEUR D'ACTIVITÉ

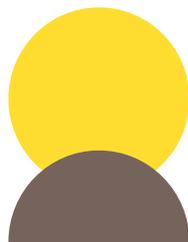


Clé de lecture :

En moyenne, les PME du secteur des TIC investies ont un CA de 3,5 M€. L'intervalle interquartile indique qu'un quart des PME du secteur des TIC a un CA inférieur à 500 K€, et qu'un autre quart a un chiffre d'affaires supérieur à 4 M€.

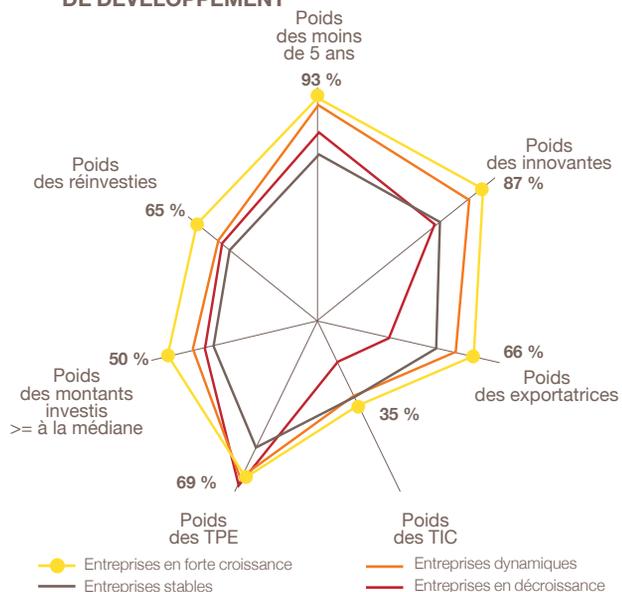
Source : **Bpifrance**, Altarea, 2014.

Deux tiers sont des TPE et près de 80 % ont moins de 5 ans. Elles ne génèrent pas ou peu de CA au moment de l'investissement du fonds. Elles sont très exportatrices, en particulier pour des entreprises de cette taille (2/3 d'entre elles exportent) et sont très technologiques (3/4 ont bénéficié d'une aide à l'innovation). Ces entreprises sont par nature fragiles, en témoigne un taux de survie plus faible que celui des autres segments mais néanmoins plus élevé que celui des entreprises qui ont financé leur projet d'innovation par la dette (3/4 sont toujours en activité 10 ans après l'investissement contre 2/3 pour les entreprises similaires). La liquidation de l'entreprise intervient dans 3 cas sur 4 au cours des 5 premières années puis la mortalité des entreprises se réduit entre 5 et 10 ans après l'investissement. Pendant les 5 premières années, rien ne distingue les entreprises investies des entreprises de comparaison, pendant les 5 années suivantes, leur chance de survie est plus forte que celles des entreprises de comparaison. Ce constat s'explique par le fait que leur financement n'est pas soumis à un plan de remboursement.



Les entreprises les plus performantes sont des entreprises de haute technologie qui parviennent à conquérir des marchés à l'international malgré leur jeune âge. 1 sur 5 multiplie par 25 son CA en 10 ans. 2 sur 3 se développent à l'international. Pour parvenir à exploiter tout le potentiel commercial de leur innovation, ces entreprises ont besoin d'être soutenues dans la durée. Ainsi 65 % d'entre elles sont réinvesties.

• **GRAPHIQUE N°35**
TYPLOGIE DES ENTREPRISES PAR CLASSE DE DÉVELOPPEMENT



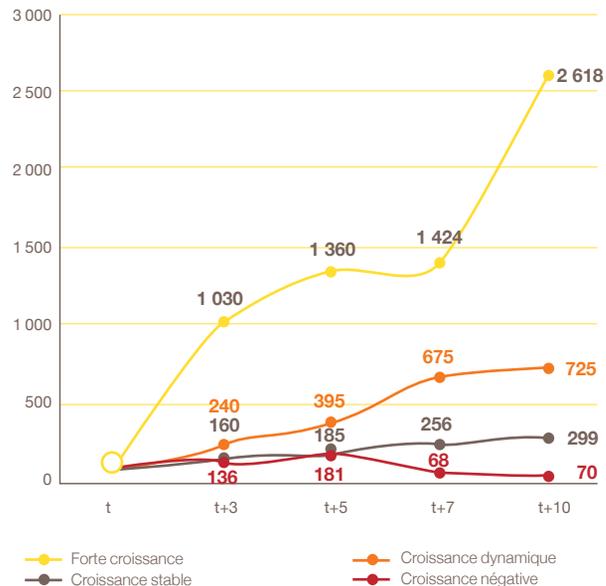
Clé de lecture :
50 % des belles trajectoires ont bénéficié d'un montant d'investissement supérieur au montant d'investissement médian de l'ensemble du portefeuille d'entreprises investies en capital transmission.

Source : **Bpifrance**, Altares, 2014.

• **GRAPHIQUE N°36**
ÉVOLUTION DU CA MOYEN PAR TYPE DE TRAJECTOIRE DE DÉVELOPPEMENT
SEGMENT : CAPITAL INNOVATION

Périmètre :

Entreprises investies entre 2000 et 2010 - Indice base 100 = CA moyen de l'année de l'investissement.



Clé de lecture :
chaque trajectoire est définie à partir de la situation de l'entreprise en t, t+3, t+5, t+7 et t+10, « t » étant la date d'entrée du fonds dans le capital de l'entreprise.

Source : **Bpifrance**, Altares, 2014.

Les entreprises en forte croissance

Près d'une entreprise sur 5 a enregistré une croissance spectaculaire de son CA et l'a multiplié par 26 en 10 ans.

Cette trajectoire est néanmoins à nuancer, elle se décompose en 2 périodes :

- la première période correspond au démarrage de l'activité (elles ont presque toutes moins de 5 ans au moment de l'investissement) : elles ont ouvert leur capital pour financer le démarrage de leur activité, elles créent donc peu ou pas de valeur à l'entrée du fonds, elles passent ainsi de moins de 400 k€ de CA moyen à 4,3 M€, 3 ans après l'ouverture de leur capital ;
- pendant la deuxième période, elles confirment leur développement en multipliant par 2,6 leur CA entre leur 3^e et leur 10^e année d'activité.

Elles ont créé en moyenne 55 emplois en 10 ans.

Les 3/4 appartiennent aux secteurs des TIC et des services et **9 sur 10 ont reçu une aide à l'innovation de Bpifrance. Les 2/3 d'entre elles exportent 10 ans après l'investissement** (contre 1 sur 4 à la date d'investissement). Elles sont plus internationalisées que celles des autres classes. 2 entreprises sur 3 ont été réinvesties. Le montant investi dans ces entreprises, en particulier chez les TPE, est nettement supérieur à celui investi dans les entreprises moins performantes.

1 ENTREPRISE
SUR 5  **CA x26** en 10 ans

Cas d'entreprise LDR Médical

Des produits révolutionnaires et des investisseurs patients à la conquête du rêve américain

On peut dire que tout réussit à LDR, société française spécialisée dans les implants et prothèses chirurgicales pour la colonne vertébrale. Dernier exploit en date : l'obtention en 2013 de l'autorisation de mise sur le marché de son produit star la Mobi-C par la FDA (l'autorité de santé américaine). Le succès de LDR tient en 3 lettres : L pour Christophe Lavigne, D pour Hervé Dinville et R pour Patrick Richard.

Ces 3 fondateurs ont fait leurs armes ensemble chez JBS, une société déjà spécialisée dans la chirurgie des os et des articulations.

La force de ce trio, c'est qu'ils connaissent la chirurgie de la colonne sur le bout des doigts, qu'ils ont chacun leurs compétences et qu'ils sont très soudés : Christophe pour le marketing et le leadership, Patrick pour le commercial, et Hervé pour la R&D précise Pierre Rémy, investisseur du fonds Keensight.

Le fait, en plus, d'avoir eu un board resserré, dans les premières phases de développement, a permis de prendre les bonnes décisions et d'aller vite enchaîne-t-il. Un point également soulevé par Christophe Lavigne qui témoigne avoir toujours avancé de façon constructive et dans l'intérêt de la société avec ses différents investisseurs qu'ils soient français ou américains. Même s'il regrette qu'aucun fonds européen n'ait souhaité le suivre dans l'aventure américaine qui débute en 2005. C'est d'ailleurs la seule période un peu difficile pour la société avec des débuts de commercialisation un peu décevants.

Qu'importe, Christophe Lavigne décide de partir s'installer aux États-Unis pour mieux comprendre ce marché stratégique qui pèse pour 70 % des ventes mondiales de dispositifs médicaux.

Vu de Paris, certains détails paraissent anecdotiques, mais c'est bien la présence sur le terrain de Christophe qui a permis d'assurer le succès des produits de LDR précise Pierre Rémy.

Des produits techniques et performants et qui sont pourtant simples à utiliser.

Vous n'avez pas le droit à l'erreur sur ces marchés, les chirurgiens ont une énorme responsabilité et il est impératif que les produits soient faciles d'utilisation et que le temps d'apprentissage pour les utiliser lors d'opérations chirurgicales soit réduit rappelle Christophe Lavigne.

La FDA ne s'y est d'ailleurs pas trompée et a confirmé la supériorité clinique de l'utilisation de la Mobi-C par rapport aux techniques classiques pour le remplacement de 2 disques : une situation rarissime tant cette supériorité est la plupart du temps très difficile à prouver.

Métier

LDR Médical est une société française spécialisée dans la conception, la réalisation et la commercialisation d'implants et de prothèses chirurgicales pour la colonne vertébrale.

Les technologies de LDR sont basées sur les plateformes technologiques Mobi (non fusion) et VerteBRIDGE® (fusion).

Étapes clés

2000-2005 : Création de la société et levée des premiers fonds pour financer les premiers projets (IRPAC, Business Angels).

2005 : Entrée du fonds R Capital / Rothschild (devenu depuis Keensight Capital) et début de la commercialisation des produits LDR aux États-Unis.

2006 : Entrée de fonds d'investissement américains. Approbation par la FDA du protocole d'essai clinique après un « an de négociation » pour la Mobi-C. LDR passe le cap des 10 M€ de CA.

2013-2014 : IPO au NASDAQ. Accord de la FDA pour la commercialisation de la Mobi-C avec la mention supériorité statistique. LDR passe le cap des 100 M€ de CA.

Projet d'investissement

Point de vue des investisseurs



LDR, c'est 10 ans de vie commune et une histoire de complicité qui a dépassé le cadre professionnel puisque je suis devenu ami avec les fondateurs et notamment le CEO Christophe Lavigne. La réussite de LDR tient en premier lieu en la qualité des produits développés et en la compétence de ses managers mais aussi à la relation de confiance qui s'est installée entre les différentes parties prenantes du projet. Avec le trio de fondateurs et les autres fonds, nous avons su trouver un mode de fonctionnement très efficace qui a permis l'émergence de ce qui est aujourd'hui une des plus grandes réussites françaises dans le « medical device » de ces dernières années. ■■

Pierre Rémy
Keensight Capital

Nous étions un fonds d'amorçage qui venait d'être lancé (Champagne Ardenne Croissance) et nous avons mis un petit ticket compte tenu de nos moyens. Il y avait déjà de nombreux signes encourageants pour la suite : une équipe de grande qualité et plus structurée que ce que l'on voit habituellement et surtout des produits techno santé très performants. L'arrivée du fonds Rothschild a vraiment permis à LDR de prendre toute sa dimension. Il y a un vrai sentiment de fierté d'avoir pu contribuer en partie à une telle réussite. LDR Médical reste comme le plus grand succès de notre fonds. ■■

Fabien Patillaud
IRPAC

Point de vue du dirigeant

■ ■ Quand nous avons décidé de recourir à du capital investissement, nous n'y connaissions pas grand-chose. Mais je n'avais pas d'*a priori* négatif : je préfère partager la réussite si on a les moyens de se développer. Au début, je n'étais pas bon en présentation, j'ai appris sur le tas à adapter ma communication et à présenter des dossiers à des fonds d'investissement en étant moins technique, plus accessible et en phase avec leur analyse de l'approche du risque. ■ ■

■ ■ J'ai toujours été clair avec les actionnaires sur les risques encourus. Je disais aux investisseurs, si vous investissez chez nous sachez que tout ce qui concerne notre métier et la chirurgie est et restera de notre ressort. En même temps, je n'attendais pas que de l'argent mais aussi qu'ils nous aident sur des domaines où nous n'avions pas les compétences : le financement de la croissance, la gestion financière... J'ai sans doute eu de la chance mais j'ai une vision extrêmement positive du capital investissement. ■ ■

■ ■ Les investisseurs nous prenaient pour des fous quand on leur expliquait qu'on allait révolutionner la chirurgie du dos. Pierre Rémy du fonds Rothschild est le seul investisseur à être venu au bloc opératoire pour voir comment s'utilisaient nos produits. Pour nous, c'était très important que nos investisseurs puissent comprendre nos techniques. Ça a été le début d'une collaboration et d'une amitié de 10 ans avec Pierre. ■ ■

Christophe Lavigne
Fondateur de LDR

Les entreprises dynamiques

14 % des entreprises investies en capital innovation connaissent une trajectoire de développement dynamique : elles **doublent leur CA en 3 ans** et le multiplient par 7 en 7 ans.

Leur CA moyen au moment de l'investissement est 2 fois plus élevé que celui des entreprises en forte croissance : elles ont donc déjà atteint un degré de maturité élevé. Il reste néanmoins 5 fois plus faible que celui des entreprises en croissance forte.

Elles s'appuient, elles aussi, sur les marchés internationaux pour se développer : 59 % exportent mais elles sont un peu moins nombreuses à le faire que les entreprises en forte croissance (66 %).

Elles sont également moins nombreuses à être réinvesties que les entreprises qui performent.

**PRODUITS
RÉVOLUTIONNAIRES**

INVENTION

INNOVATION

Cas d'entreprise
Coldway

**De l'invention à l'innovation,
savoir s'inscrire
dans le temps long**

Lancée en 2001, le succès de Coldway s'est longtemps inscrit en pointillé. ■■■ Il y a eu des hauts et des très bas ■■■ souligne Eric Marty du fonds Emertec, un des premiers investisseurs en 2004 avec Vivéris. Ce qui a sauvé Coldway ? La solidarité de ses actionnaires, la persévérance de ses dirigeants et le fait que chacun a su apprendre de ses erreurs pour progresser.

Le chemin a été long : 10 ans. Une longue période pendant laquelle la société ne décolle pas vraiment même si elle fait, en partie, ses preuves sur le marché de niche du transport médical. Pour autant, c'est le sentiment de frustration de ne pas réussir à valoriser le savoir-faire de Coldway à sa juste mesure qui prédomine. Ce que propose Coldway, ça n'est ni plus ni moins qu'une petite révolution dans l'univers du froid.

Sa force : avoir développé un procédé unique qui permet de produire du froid et du chaud sans branchement électrique. Ses « torts » : être arrivé trop tôt sur le marché à une époque où les enjeux environnementaux ne sont pas une priorité et avec une proposition de valeur pas suffisamment mature pour ses clients industriels.

Le déclic va se faire en 2011 avec un choix de repositionnement stratégique décisif qui convainc les investisseurs de donner à Coldway les moyens de poursuivre cette nouvelle ambition. Coldway choisit de se recentrer sur son cœur de métier et laisse ses clients industriels intégrer sa brique technologique dans leurs propres produits.

Ce pari est gagnant avec la signature de contrats avec de grands industriels présents à l'échelle mondiale. 10 ans c'est long mais pas tant que ça et Laurent Rigaud, le fondateur à l'origine de l'innovation d'enfoncer le clou :

« Cette période a été nécessaire pour mûrir cette technologie de rupture. Il ne faut pas oublier qu'il y a 10 ans, nous sortions à peine du CNRS avec un procédé issu de la recherche fondamentale ! »

Non, 10 ans ça n'est finalement pas si long. « pour avoir une chance de changer en partie l'équation environnementale globale », comme le dit justement Gilles Schang du fonds écotechnologies.

► Métier

Système thermochimique unique au monde : le froid est généré par une réaction chimique élémentaire qui peut donner des températures allant de -30° à + 200°, le tout sans branchement électrique, sans pollution, et en toute mobilité.

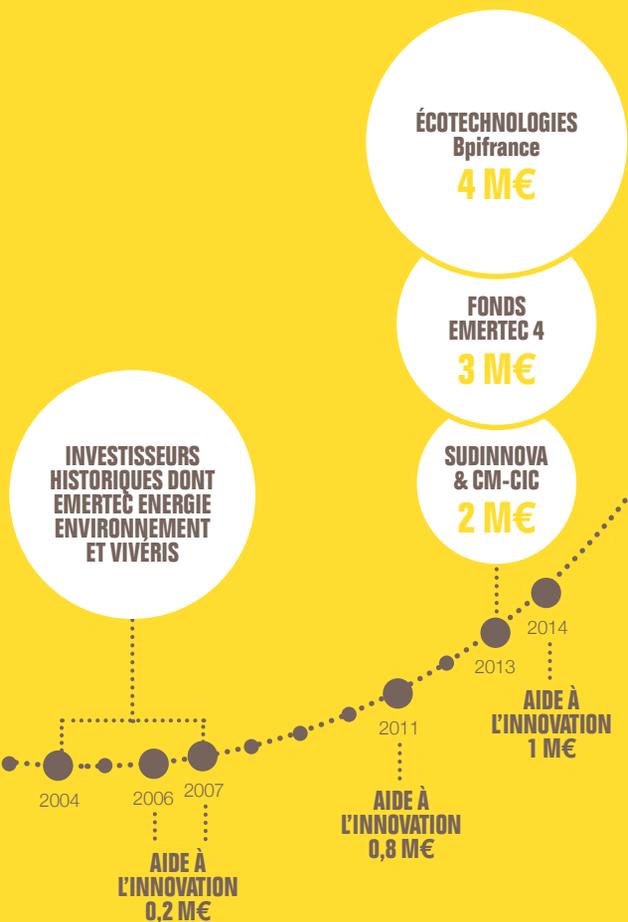
► Étapes clés

2004 : Développement sur le marché du transport médical mais difficultés dans l'industrialisation et l'atteinte des objectifs sur les autres marchés, ce qui ralentit la commercialisation. Le CA ne décolle pas et n'est pas à la hauteur des attentes des dirigeants et des actionnaires.

2011 : Repositionnement de la société sur une nouvelle promesse de valeur : Coldway choisit de commercialiser uniquement sa brique technologique. Elle laisse ses clients industriels l'intégrer dans leurs propres produits. Coldway devient une sorte « d'Intel du froid ».

2013
2014 : Investissement de 9 M€ par les fonds Emertec Énergie Environnement, Écotechnologies et CM-CIC Capital Innovation, tous convaincus par le choix de repositionnement stratégique. Plusieurs signatures de contrats sont en cours avec de grands industriels sur des marchés mondiaux.

► **Projet d'investissement**



► **Point de vue des investisseurs**

||| Coldway, c'est une aventure collective où chacun a su apprendre de ses erreurs. Côté investisseurs, nous avons arrêté de financer la société au compte-goutte pour permettre à la direction de se projeter vers l'avenir et d'être moins dans la gestion des fins de mois. Côté direction, ils ont su se remettre en question, renforcer l'équipe managériale et opérer un virage stratégique pour adopter un autre positionnement sur la chaîne de valeur. |||

Eric Marty
Fonds Emertec

||| Ce qui m'a séduit dans Coldway, c'est que cette technologie permet une vraie rupture dans les usages et de penser autrement une filière du froid qui a historiquement un impact environnemental très négatif. C'est aussi un projet de dimension mondiale avec des clients globaux et, dans le même temps, un projet local ancré sur son territoire d'implantation à Perpignan avec l'enjeu d'y développer un bassin d'emploi dynamique. |||

Gilles Schang
Bpifrance

Point de vue du dirigeant

Recourir à de l'investissement est une vraie opportunité pour porter des projets d'innovation et à dimension internationale. L'apport de fonds nous donne un certain confort pour penser l'avenir et ne pas être obnubilés par les fins de mois. Rien de pire que l'urgence financière qui fait prendre de mauvaises décisions stratégiques.

Je n'avais pas *d'a priori* mais peut-être une naïveté due à une méconnaissance du capital investissement. On n'a pas toujours la même vision avec les financiers et il faut être costaud mentalement parce qu'on doit faire ses preuves à chaque étape.

J'étais un jeune dirigeant et un scientifique et j'ai grandi avec cette expérience même si ça été parfois difficile avec les financiers. Le vrai plus, c'est la structuration que cela apporte au niveau de l'entreprise. Le vrai danger pour un dirigeant, c'est de vouloir tout faire et de s'épuiser. Avoir des investisseurs crée aussi une crédibilité lorsqu'on cherche des clients ou des partenaires industriels, leaders sur leurs marchés.

Laurent Rigaud
Fondateur de Coldway

Les entreprises stables

Près de la moitié des entreprises appartiennent à cette classe. Leur stabilité est relative puisque leur **CA a augmenté** de 85 % en 5 ans et leurs effectifs de 34 %.

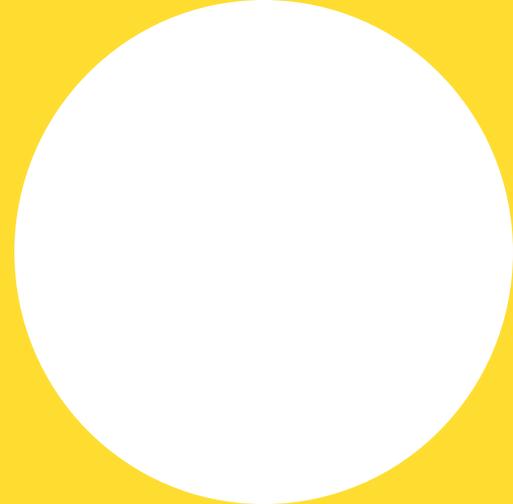
Elles ont un caractère technologique moins fort : 35 % n'ont jamais reçu d'aides à l'innovation (contre 25 % pour les autres classes).

Les entreprises en décroissance

Une entreprise sur cinq investie en capital innovation ne décolle pas dans les 10 ans suivant l'augmentation de ses fonds propres et connaît des difficultés au bout de 7 ans : leur **CA diminue** (- 30 %). Leurs effectifs stagnent sur l'ensemble de la période.

Plus d'1/4 d'entre elles appartient au **secteur des biotechnologies** (27 % vs 12 % pour les autres classes). Les phases de développement des produits dans ces secteurs sont très longues, ce qui explique l'absence de décollage. Cela explique également leur absence sur les marchés internationaux (70 % n'exportent pas contre 45 % pour les autres catégories).

3. **Bpifrance** **ET LE CAPITAL** **INNOVATION**





Comme souligné en première partie, **Bpifrance** a souhaité, dès 1998, prendre la responsabilité de structurer le métier, alors naissant en France, de capital-risqueur. **Bpifrance** devient alors un intervenant actif pour combler les défaillances de marché, qui tout au long des 15 dernières années, sont apparues dans la chaîne de financement du capital innovation.

La contribution de **Bpifrance** a pris plusieurs formes au cours du temps mais elle s'est effectuée principalement grâce à une politique de fonds de fonds dédiés au capital innovation ou comportant des poches allouées à ce segment.

Le fonds de fonds apparaît en effet comme l'outil le mieux adapté pour répondre aux objectifs initiaux de stratégie publique :

- faire émerger des équipes de gestion spécialisées en capital innovation, ce qui implique de bâtir, sur la durée de vie d'un FCPR - une dizaine d'années - un historique de performance reconnu (le « track record » de l'équipe, dimension essentielle pour convaincre des investisseurs de financer de nouvelles levées de fonds...);
- attirer des souscripteurs tiers *a priori* peu familiers avec les fondamentaux de ce segment ;
- accompagner la croissance de PME innovantes dans des activités très variées, sollicitant des expertises pointues.

Nécessairement de long terme, cette stratégie est exposée à plusieurs natures de risque :

- risque entrepreneurial, car visant de jeunes entreprises à fort potentiel de croissance dans des métiers émergents ;
- risque associé à la performance des équipes de gestion ;
- risque de marché, puisque les secteurs visés sont en devenir ;
- risque en capital, en raison de sa sinistralité élevée.

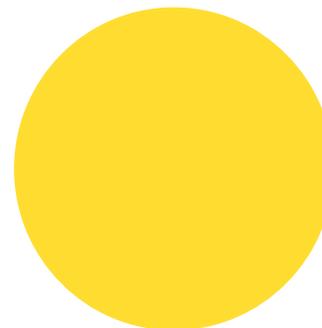
À partir de 2009, un premier retour d'expérience des équipes et des souscripteurs quant aux facteurs de performance du capital innovation sur la période 1998 - 2008 a pu être fait.

Depuis cette date, 2 tendances se dégagent :

- une spécialisation accrue des équipes de gestion par secteur ;
- une internationalisation des investissements, essentiellement en Europe.

Dans cette nouvelle phase, après avoir accompagné la montée en puissance des fonds partenaires, **Bpifrance** travaille désormais à une meilleure articulation entre les différents segments du capital innovation : capital amorçage, capital-risque et capital croissance.

Stratégique pour la future création de valeur de l'économie française, le capital innovation constitue un enjeu pour **Bpifrance** en raison des capitaux mobilisés tant dans les fonds partenaires que ceux gérés en direct.



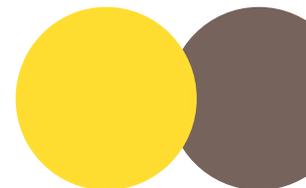
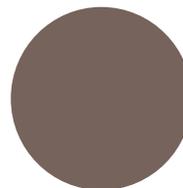
3.1

Le capital innovation : un enjeu majeur

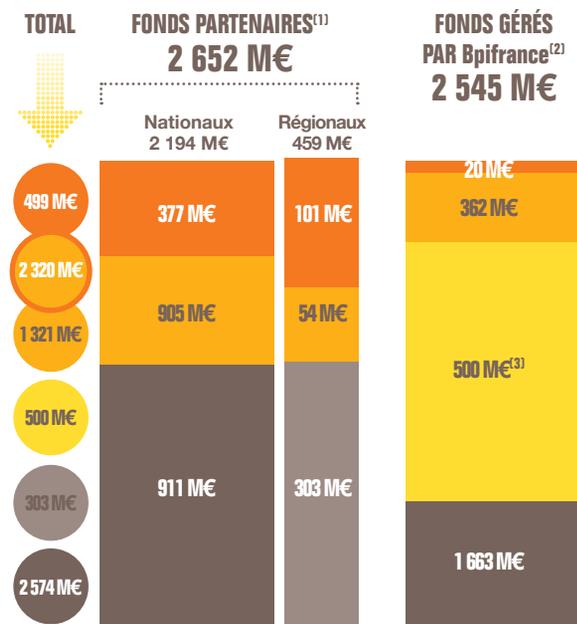
Le capital innovation mobilise 40 % des souscriptions de Bpifrance via les fonds partenaires et les fonds gérés par Bpifrance

Sur les 5,2 Md€ souscrits par **Bpifrance** entre 1995 et 2013 dans les fonds partenaires et dans les fonds gérés par **Bpifrance** (graphique n°37), le capital innovation en mobilise 2,3 Md€, répartis comme suit :

- fonds nationaux : 1,3 Md€ ;
- fonds gérés en direct : 880 M€, dont 500 M€ via le fonds de capital croissance Large Venture ;
- fonds régionaux : 155 M€.



• GRAPHIQUE N°37
SOUSCRIPTIONS Bpifrance
PAR SEGMENT D'INTERVENTION



● **Capital innovation**

- Capital amorceage
- Capital-risque
- Capital croissance
- Capital développement (incluant petite transmission)
- Fonds régionaux généralistes

Source : **Bpifrance**.

(1) Y compris souscriptions confiées à **Bpifrance** par l'État (FNA, fonds public / fonds BEI, FCPR 2000 et FFT3).

(2) Y compris souscriptions confiées à **Bpifrance** par l'État (Fonds « Ambition Numérique » - 100 M€, FCJE - 30 M€ et FCPR Ecotechnologies - 150 M€), hors ETI 2020, souscrit en 2014 (3 000 M€).

(3) Fonds Large Venture.

Dans l'univers du capital investissement, le capital innovation ressort comme un métier spécifique que **Bpifrance** exerce selon 2 approches conjuguées (tableau ci-dessous) :

- des relations étroites avec un réseau de fonds partenaires dans le domaine de l'amorçage et du capital-risque ;
- des fonds directs gérés dans les 3 segments : capital amorçage, capital-risque et capital croissance.

• **FONDS PARTENAIRES ET FONDS GÉRÉS
CARACTÉRISTIQUES PAR SEGMENT**

	FONDS PARTENAIRES		FONDS DIRECTS CRÉÉS PAR Bpifrance		
	CAPITAL AMORÇAGE	CAPITAL-RISQUE	CAPITAL AMORÇAGE	CAPITAL-RISQUE	CAPITAL CROISSANCE
Souscription totale Bpifrance	478 M€	959 M€	20 M€	362 M€	500 M€
Nombre de fonds partenaires	47	86	1	4	1 (« Large Venture »)
Nombre de sociétés de gestion	27	50	1	1	1
Souscription moyenne Bpifrance	10 M€	11 M€	20 M€	90 M€	500 M€
% dans les fonds partenaires	38 %	21 %			
Taille moyenne des fonds	27 M€	65 M€	50 M€	120 M€	500 M€
Nombre d'entreprises	506	1 410	1	88	1
Mortalité à 5 ans	12 %	12 %			

Source : **Bpifrance**.

2 AXES



Traditionnellement, le capital développement et le capital transmission ciblent des entreprises déjà existantes, un management expérimenté, un business plan réaliste à 5-7 ans. En revanche, aucun de ces éléments n'est avéré en capital innovation.

Au cours des 15 dernières années, en raison de la nature des risques couverts et des besoins importants de capitaux propres des entreprises ciblées, le capital innovation a affiné sa segmentation en fonction de la maturité de développement et des besoins des entreprises.

Pour conforter cette évolution, **Bpifrance** a développé depuis 2011 des programmes selon 2 axes :

- un abondement important dans des fonds d'amorçage partenaires *via* le FNA, dont la gestion a été confiée à **Bpifrance** par le Commissariat Général à l'Investissement (CGI) ;
- un ciblage du sous-segment spécifique du capital croissance : forme de capital développement technologique, qui adresse des entreprises innovantes déjà établies sur leur marché (fonds Large Venture).

Cette double impulsion a des impacts stratégiques majeurs pour la consolidation du capital innovation en France.

En effet, la prise en charge par les pouvoirs publics de l'essentiel de l'effort en matière d'amorçage conduit les fonds partenaires à concentrer leurs investissements sur des tours de financement plus élevés et *a priori* plus rémunérateurs. En outre, l'intervention de **Bpifrance** sur le segment du capital croissance permet aux fonds de capital-risque de trouver un relais jusqu'à présent non proposé en France au moment de la recomposition du tour de table d'entreprises positionnées sur des marchés internationaux.

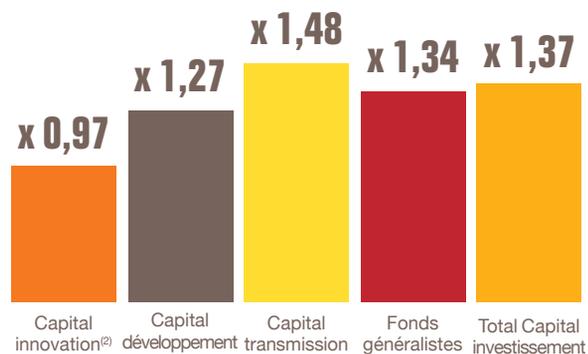
**ABONDEMENT
DANS DES FONDS
D'AMORÇAGE**

**CIBLAGE
DU SOUS-SEGMENT
SPÉCIFIQUE DU CAPITAL
CROISSANCE**

Classe d'actifs dont la rentabilité est par nature incertaine, le capital innovation a bénéficié d'un fort soutien de Bpifrance

Le capital innovation présente une faible rentabilité et une forte dispersion de ses performances au regard d'autres segments du marché (graphiques n°38 et n°39).

• GRAPHIQUE N°38 RENTABILITÉ⁽¹⁾ NETTE PAR SEGMENT



Périmètre : Fonds AFIC.

Source : AFIC, 2013.

(1) TVPI (Total Value to Paid-in) = (Distributions+valeur résiduelle) / Investissements.

(2) Y compris fonds retails (FIP/FCPI).

• GRAPHIQUE N°39 DISPERSION DE LA PERFORMANCE EN CAPITAL INNOVATION

1^{ER} QUARTILE

x 1,5

2^E QUARTILE

x 1,0

3^E QUARTILE

x 0,7

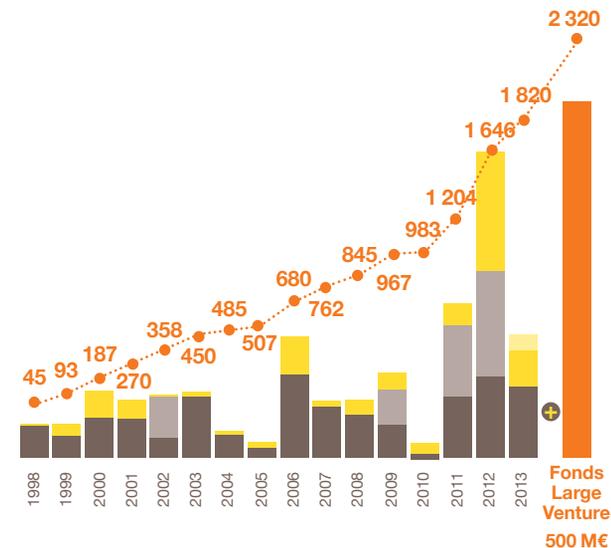
4^E QUARTILE

x 0,5

Source : AFIC 2013.

Par rapport à d'autres classes d'actifs, le capital innovation est moins attractif, raison pour laquelle **Bpifrance** en est devenu progressivement un contributeur majeur (graphique n°40).

• **GRAPHIQUE N°40**
SOUSCRIPTIONS DE Bpifrance EN CAPITAL
INNOVATION DANS LES FONDS PARTENAIRES
ET LES FONDS GÉRÉS
EN M€ CUMULÉS



Capital amorceage :
 ● Fonds gérés par **Bpifrance**
 ● Fonds partenaires

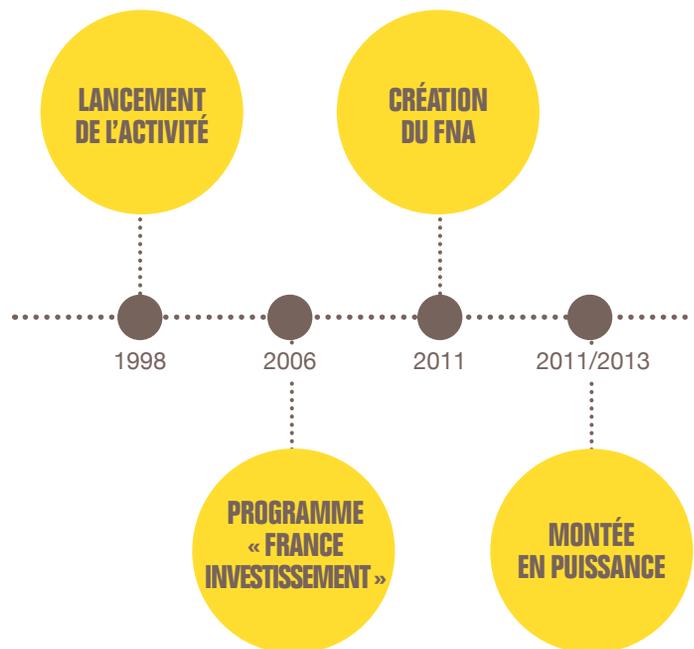
Capital-risque :
 ● Fonds gérés par **Bpifrance**
 ● Fonds partenaires

Capital croissance :
 ● Fonds Large Venture géré par **Bpifrance**
 ●●● En M€ cumulés

Source : **Bpifrance**.

4 grandes étapes rythment cette chronique de souscription :

- en 1998 : lancement de l'activité, avec la création du fonds Public / fonds BEI, suivi des premières initiatives dans l'amorçage dès 1999 ;
- en 2006 : saut majeur dans le financement des fonds partenaires avec le programme « France Investissement » ;
- en 2011 : nouvelle inflexion dans l'effort d'investissement avec la création du FNA ;
- en 2011 / 2013 : montée en puissance des fonds gérés par **Bpifrance**.



3.2

Un dispositif qui épouse les évolutions du marché

Capitalisant sur 15 années d'expérience, **Bpifrance** et ses fonds partenaires ont adapté leurs dispositifs aux courbes de maturité technologique et aux demandes du marché.

La répartition des investissements reflète les dynamiques sectorielles

Depuis 15 ans, les fonds partenaires puis, plus récemment, les fonds gérés par **Bpifrance** ont investi dans 5 secteurs (graphique n°41) :

- **2 secteurs principaux :**

- les Technologies de l'Information et de la Communication (TIC) ;
- les sciences de la vie.

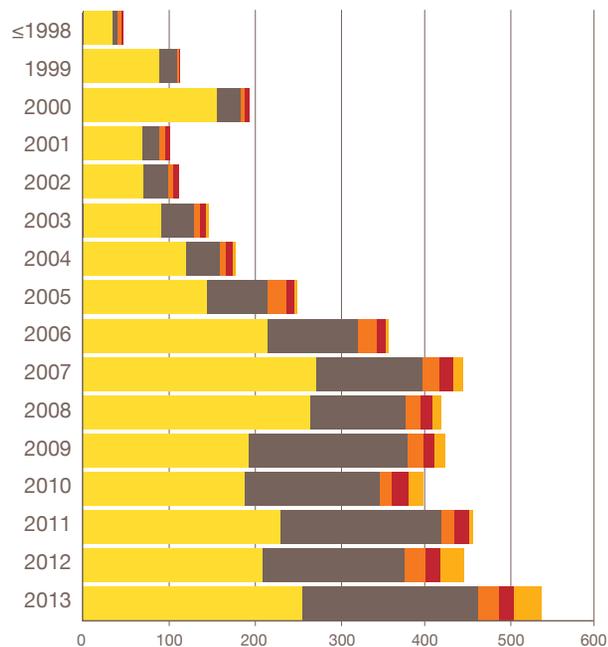
- **3 secteurs moins représentés :**

- les services ;
- l'industrie ;
- les technologies propres et l'énergie.



À l'origine, fortement centrés sur les TIC, les investissements ont significativement augmenté dans les sciences de la vie à partir de 2005. Les technologies propres émergent depuis 2012.

• **GRAPHIQUE N°41**
INVESTISSEMENTS PAR SECTEUR
ENTRE 1998 ET 2013
EN M€



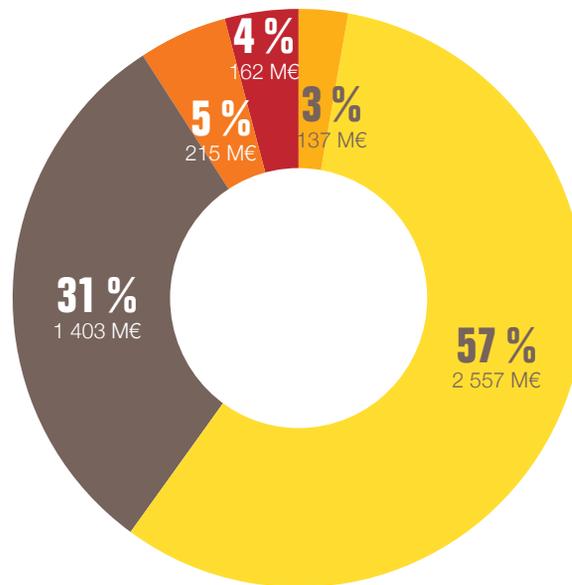
- Technologies de l'information et de la communication
- Sciences de la vie
- Industrie
- Services
- Technologies propres et énergie

Périmètre : fonds partenaires et fonds gérés de capital innovation.

Source : **Bpifrance**.

Depuis 1998, les fonds partenaires de capital-risque, amorçage et croissance ont investi 4 474 M€ dans 1 797 entreprises.

• **GRAPHIQUE N°42**
INVESTISSEMENTS DES FONDS PARTENAIRES
DE CAPITAL INNOVATION

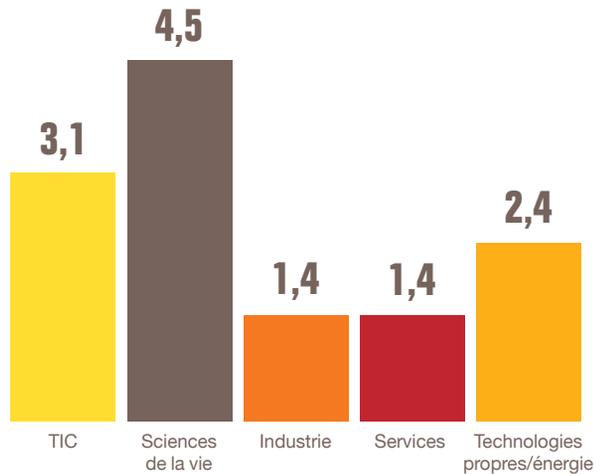


- Technologies de l'information et de la communication
- Sciences de la vie
- Industrie
- Services
- Technologies propres et énergie

Source : **Bpifrance**.

Depuis 2002, les fonds gérés ont investi 300 M€ dans 89 entreprises.

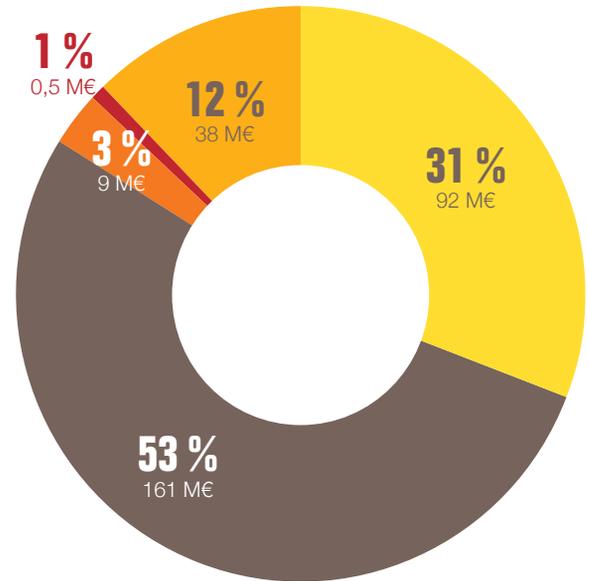
• **GRAPHIQUE N°43**
INVESTISSEMENT MOYEN PAR SECTEUR
EN M€ PAR ENTREPRISE



Source : **Bpifrance**.

Près de 90 % des investissements des fonds partenaires (graphiques n°42 et n°43) sont réalisés dans des entreprises appartenant aux secteurs des TIC (53 %) et des sciences de la vie (34 %). Les investissements moyens vont de 1,4 M€ à 4,5 M€, les sciences de la vie étant les plus exigeantes en capitaux, suivies de près par les TIC.

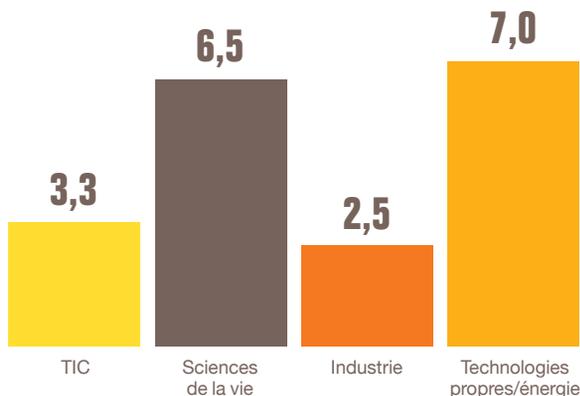
• **GRAPHIQUE N°44**
INVESTISSEMENTS DES FONDS GÉRÉS
DE CAPITAL INNOVATION



- Technologies de l'information et de la communication
- Sciences de la vie
- Industrie
- Services
- Technologies propres et énergie

Source : **Bpifrance**.

• **GRAPHIQUE N°45**
INVESTISSEMENT MOYEN PAR SECTEUR
 EN M€ PAR ENTREPRISE



Source : **Bpifrance**.

Par rapport aux fonds partenaires, les fonds gérés par **Bpifrance** dédient une proportion plus importante de leurs investissements aux sciences de la vie (54 %) alors que les TIC viennent en seconde position (30 %). L'intérêt porté par **Bpifrance** aux sciences de la vie s'est notamment traduit par la création du fonds InnoBio en 2009, et l'augmentation des montants moyens d'investissement qui s'élève à 6,5 M€ dans ce secteur.

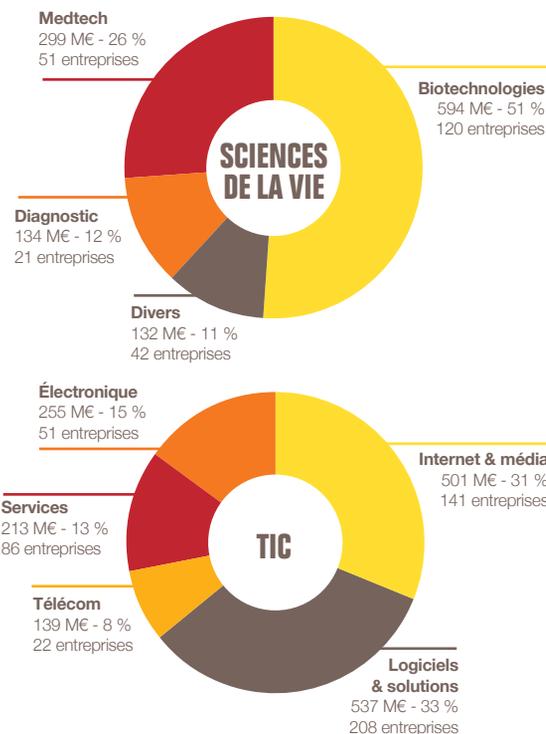
La part des technologies propres (14 %) est significativement plus importante que pour les fonds partenaires (4 %) et les montants moyens sont plus élevés (7 M€).

Le dispositif de fonds gérés mis en place par **Bpifrance** complète l'offre des fonds partenaires qui ne disposent pas tous de la taille critique pour répondre aux besoins de secteurs très capitalistiques.

• **Ventilation intra-sectorielle**

Au sein de chaque grand secteur, les fonds affirment des préférences (graphique n°46). Segments du reste identifiés dans le cadre des 34 plans de la nouvelle France industrielle.

• **GRAPHIQUE N°46**
INVESTISSEMENTS DES FONDS PARTENAIRES
 EN CAPITAL INNOVATION



Périmètre : Portefeuille des fonds partenaires et des fonds gérés.

Source : **Bpifrance**.

Les biotechnologies recueillent plus de la moitié des capitaux dans le segment des sciences de la vie. Leur promesse thérapeutique, très attractive, est en effet associée à des coûts et des durées de développement élevés et une logistique de distribution plus délicate que celle des médicaments standards.

La répartition des technologies de l'information ressort plus équilibrée, mais elle a évolué sensiblement depuis 1998 (graphique n°47). En effet, l'impact des technologies de l'information et de la communication sur l'économie est dépendant de la maturité et de la disponibilité des technologies comme de l'évolution des usages professionnels et privés.

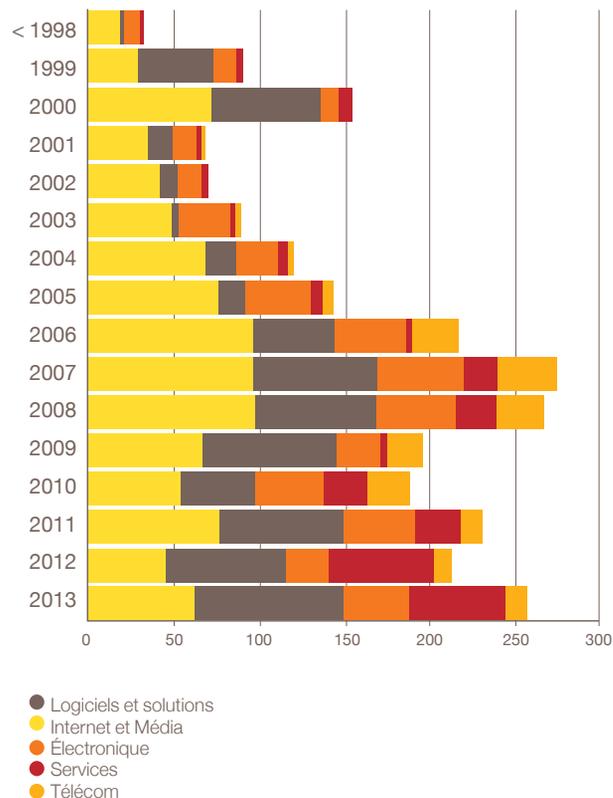
Ainsi, l'effort d'investissement en logiciel constaté au milieu des années 2000 s'est estompé au profit des services, à partir de 2007. Ce qui traduit la transformation du logiciel en un service (SaaS).

De même, les investissements dans l'internet et les médias ont fortement diminué après le fugace engouement des années 2000. À nouveau significatifs à partir de 2006, ils représentent en 2013 le tiers des investissements.

Les effets de ces leviers numériques sur l'économie ont été appréhendés en différentes phases par les fonds, comme le montre la chronique des investissements.

Les fonds ont choisi leurs cibles d'investissement en tenant compte du potentiel de diffusion des technologies visées ainsi que de l'évolution de la nature des dépenses et des besoins des entreprises comme des ménages, toujours plus modulaires et plus spécialisés.

• **GRAPHIQUE N°47**
INVESTISSEMENTS PAR SOUS-SECTEUR
DANS LES TIC
EN M€ PAR ENTREPRISE



Source : **Bpifrance**.

**SCIENCES
DE LA VIE**

**TECHNOLOGIES
DE L'INFORMATION
ET DE LA COMMUNICATION**

Cas d'entreprise

DBV Technologies

**■ ■ Une histoire
de vocation, de ténacité
et de bonnes fées. ■ ■**

À l'origine de DBV en 2002, il y a le rêve de 2 médecins pédiatres et d'un ingénieur de trouver une vraie solution aux problèmes des allergies alimentaires. DBV, c'est une histoire comme on les aime. Une quête héroïque contre la maladie et un leader charismatique qui doit affronter de nombreuses difficultés avant de triompher.

Pierre-Henri Benhamou, le dirigeant fondateur est en effet remplacé aux commandes de la société en 2005. Il reviendra en 2010 pour amener DBV à 2 IPO (Initial Public Offering) réussies entre 2012 et 2014.

■ ■ Une société qui entraîne les bonnes fées **■ ■** comme le dit joliment Chahra Louafi du fonds InnoBio.

Sur le papier, sa technologie sous forme de patchs a tout pour plaire, ■■■ par sa simplicité d'usage et par son efficacité pour traiter les allergies alimentaires ■■■ souligne Rafaële Tordjman, du fonds Sofinnova. Mais dans les faits, rien ne fut facile, à l'image de cette levée de fonds cruciale en 2010 qui faillit tourner court, en raison du scepticisme des sociétés de capital investissement françaises. Qu'importe, le salut est venu de l'étranger et les fonds attendus ont été doublés. Les bonnes fées avaient, une nouvelle fois, œuvré.

Le succès de DBV tient à sa technologie révolutionnaire mais aussi, et beaucoup comme souvent à son fondateur, à sa ténacité rarissime, à sa capacité à entraîner les autres et à surmonter les obstacles. ■■■ Il a su se révéler dans la difficulté et prendre une autre dimension au service de cette réussite flamboyante ■■■ dit de lui, Jérôme Snollaerts du fonds CapDécisif Management. Investisseur des premiers temps, ce dernier a connu les difficultés du début, quand les fins de mois étaient parfois compliquées et la technologie pas encore complètement stabilisée.

Tout cela semble pourtant bien loin à la lecture des résultats de l'étude clinique de Phase IIb, VIPES (Viaskin Peanut's Efficacy and Safety) en septembre 2014 qui valident l'efficacité et l'innocuité clinique du patch Viaskin® Peanut (traitement des allergies à l'arachide) : un préalable indispensable au lancement d'une phase III et à une mise sur le marché.

Aujourd'hui, les investisseurs ne sont plus du tout sceptiques. En témoignent les 15 M€ investis en 2012 par Large Venture, ■■■ parce que nous croyons au projet et au potentiel de DBV ■■■ affirme Laurent Higuieret, Directeur d'investissement Large Venture chez **Bpifrance**. Les 100 M€ levés sur le NASDAQ en octobre 2014 sont une preuve supplémentaire que DBV fait désormais partie des pépites à choyer.

► Métier

DBV Technologies est spécialisée dans l'immunothérapie par voie épicutanée (EPIT®) des allergies alimentaires grâce à sa technologie le patch Viaskin®. DBV développe en propre plusieurs produits : Viaskin® Peanut (allergie à l'arachide), Viaskin® Milk (allergie au lait de vache), le Viaskin® HDM (allergie aux acariens). La technologie Viaskin® a vocation à être adaptée à l'avenir à de nombreuses allergies (œuf, fruits de mer...) ainsi qu'à d'autres domaines thérapeutiques.

► Étapes clés

- 2005** : Réorientation stratégique de la société sur le domaine thérapeutique suite à l'entrée au capital de Sofinnova (DBV était à l'origine focalisée sur le diagnostic de l'allergie).
: Changement de CEO, le fondateur Pierre-Henri Benhamou doit céder sa place à un manager extérieur.
- 2010** : Levée de 20 M€ et retour du fondateur Pierre-Henri Benhamou aux commandes de DBV.
- 2012** : Succès de l'IPO sur Euronext : 40,5 M€ levés pour continuer les tests et le développement des patchs.
- 2014** : Succès des tests cliniques phase 2b (étude VIPES) qui valident l'efficacité et l'innocuité du patch Viaskin® Peanut.
: Succès de l'IPO au NASDAQ : 100 M€ levés pour financer la poursuite du développement de Viaskin® Peanut et Viaskin® Milk et pour financer les premières étapes de développement d'autres traitements en dehors de l'allergie alimentaire. La commercialisation du Viaskin® Peanut est prévue pour fin 2017.

► **Projet d'investissement**



► **Point de vue des investisseurs**

■ ■ Médecin moi-même j'ai suivi le projet depuis ses tous débuts en 2001 avant même l'entrée au capital de Sofinna en 2005. Je trouvais très intéressante cette technologie patch : par sa simplicité d'usage et par son efficacité pour traiter le sujet complexe des allergies alimentaires, mais aussi par son potentiel de développement sur d'autres applications bien au-delà des allergies alimentaires. ■ ■

Rafaèle Tordjman
Sofinnova

■ ■ Présent de l'amorçage à l'IPO : nous avons été le premier investisseur en 2003 et nous avons, tout de suite, identifié tout le potentiel de cette technologie patch qui constituait à nos yeux une vraie innovation de rupture. Après la période d'amorçage parfois difficile avec quelques frayeurs sur le plan technologique et financier, prédomine aujourd'hui le sentiment de fierté d'avoir su accompagner ce qui est devenue une vraie pépite française et d'avoir pu participer à cette belle aventure. ■ ■

Jérôme Snollaerts
CapDécisif Management

■ ■ Lorsqu'InnoBio analyse le dossier de DBV en 2010, la situation apparaît un peu bloquée et le marché du capital investissement français sceptique sur le potentiel de la société. Pourtant, avec un regard un peu neuf sur cette société, je reste convaincue que la qualité de la plateforme et que la ténacité rarissime du fondateur feront la différence. InnoBio venait d'être lancé, Pierre-Henri Benhamou était tout juste de retour aux commandes, c'est un peu comme si chacun avait eu à faire ses preuves dans cette nouvelle étape du développement de la société. ■ ■

Chara Louafi
Bpifrance

Point de vue du dirigeant

■ Nous avons eu recours au capital investissement parce que notre projet était ambitieux et qu'il fallait beaucoup de capitaux pour le réaliser. Symbole de cette réussite, les 100 M€ levés au NASDAQ qui nous permettent de voir l'avenir sereinement bien au-delà de 2016 et la commercialisation de Viaskin® Peanut. ■■

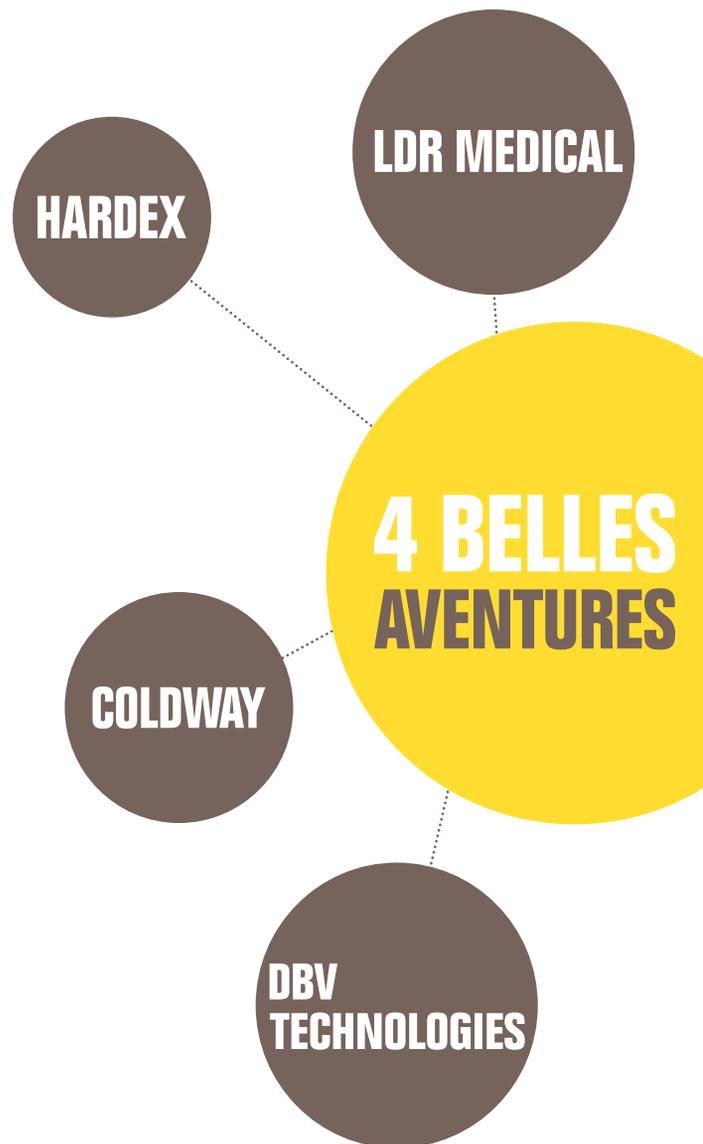
■ Derrière cette belle aventure, il y a aussi la nécessité en tant qu'entrepreneur, d'être capable de progresser avec beaucoup de moments difficiles qu'il faut pouvoir surmonter. ■■

Pierre-Henri Benhamou
Fondateur de DBV

Point de vue de Bpifrance

■ Convaincu par le caractère très innovant de l'immunothérapie spécifique par voie épicutanée, par la qualité de l'équipe managériale et par le potentiel de la technologie Viaskin®, l'équipe Large Venture de **Bpifrance** a investi 15 M€ dans le cadre de l'Introduction en bourse de la société. Nous avons ainsi contribué au succès de l'opération, en mars 2012. Cet investissement s'inscrit pleinement dans la continuité de celui d'InnoBio et illustre notre capacité à assurer le continuum de financement des sociétés les plus prometteuses. ■■

Mailys Ferrère
Bpifrance



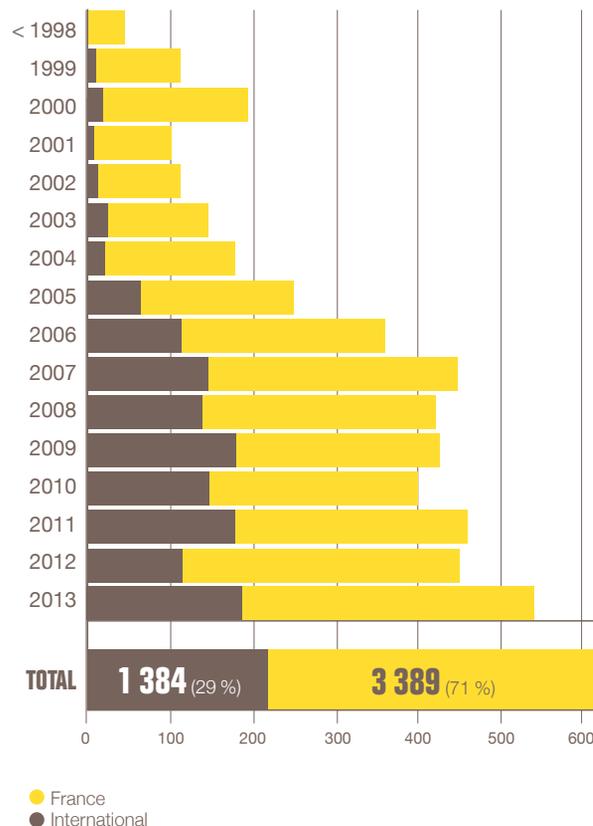
L'internationalisation du capital innovation est croissante

Les investissements internationaux, qui deviennent significatifs à partir de 2005, représentent aujourd'hui un tiers des investissements cumulés (graphique n°48). Ils sont principalement réalisés pour 50 % dans le secteur des sciences de la vie et 40 % dans les TIC.

La montée en puissance de l'activité internationale des fonds reflète une triple évolution :

- l'élargissement de leur base de souscripteurs à des investisseurs internationaux ;
- l'internationalisation de certains secteurs fortement innovants pour lesquels l'expertise française en matière de capital innovation est reconnue ;
- les stratégies de co-investissement avec des partenaires européens (70 % des investissements internationaux s'effectuent en Europe), qui eux-mêmes participeront à des tours de table en France.

• GRAPHIQUE N°48
INVESTISSEMENTS EN FRANCE
ET À L'INTERNATIONAL
EN M€



Périmètre : fonds partenaires et fonds gérés de capital innovation.

Source : Bpifrance.

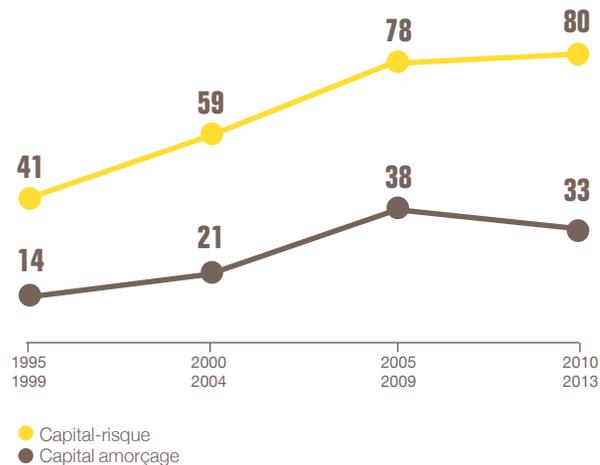
3.3

Une amélioration de la performance financière depuis 1995

La taille moyenne des fonds et les investissements par opération ont doublé en 15 ans

L'émergence dans les années 2004/2005 d'une dizaine de fonds partenaires gérant chacun plus de 150 M€ est à souligner. Ce changement de catégorie dans les montants gérés montre qu'après 15 ans d'expérience, certaines équipes de gestion ont atteint une forte légitimité internationale et en raison de leur « track-record », une vraie reconnaissance dans leurs domaines d'excellence.

• GRAPHIQUE N°49
TAILLE MOYENNE DES FONDS DE CAPITAL INNOVATION
EN M€



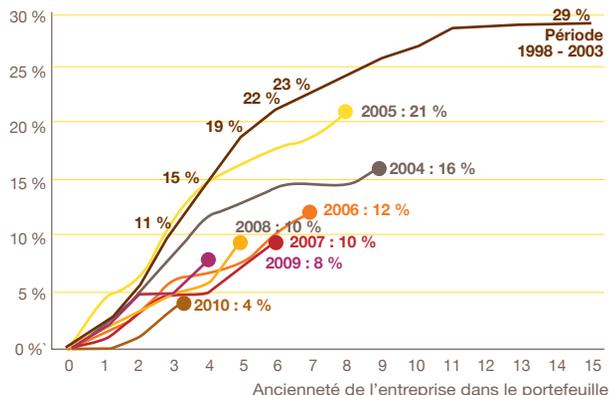
Source : Bpifrance.

Un taux de mortalité des entreprises mieux maîtrisé pour les millésimes d'investissement récents

Dans une activité à risque élevé, le taux de mortalité est un indicateur clé, tant pour apprécier la capacité de sélection des équipes de gestion que pour évaluer la qualité des projets entrepreneuriaux.

Un constat fort s'impose : ce taux de survie des entreprises investies s'améliore régulièrement, conséquence conjuguée du professionnalisme accru des équipes de gestion et de projets mieux construits et mieux accompagnés.

• GRAPHIQUE N°50 TAUX DE MORTALITÉ PAR MILLÉSIME EN %

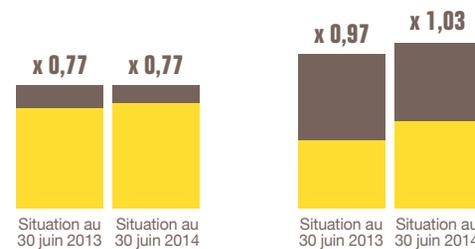


Périmètre : fonds partenaires et fonds gérés par **Bpifrance** en capital innovation.
Source : **Bpifrance**.

La rentabilité des fonds matures s'améliore

On observe une amélioration de la rentabilité des fonds partenaires créés entre 2001 et 2004 par rapport aux fonds créés entre 1998 et 2000⁽¹⁾.

• GRAPHIQUE N°51 RENTABILITÉ DES FONDS PARTENAIRES (MULTIPLE SOUSCRIPTEUR Bpifrance)



Millésimes : ●●● 1998-2000 ●●●●●●●●●● 2001-2004 ●●●●

TVPI (Total Value to Paid-in)

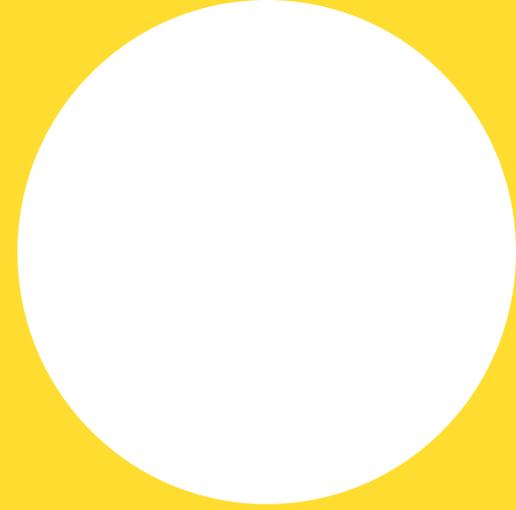
= (Distributions + valeur résiduelle) / Investissements

- Valeur résiduelle
- Distribué

Source : **Bpifrance**.

⁽¹⁾ La rentabilité d'un fonds s'apprécie au regard de son millésime. Les fonds créés après 2004 sont, soit encore en phase de gestion (millésimes 2005 à 2009), soit en phase d'investissement (millésimes 2010 et au-delà). Aussi une mesure de la rentabilité ne peut-elle s'appliquer que pour les fonds créés antérieurement :
- les fonds 1998-2000 sont quasi clos (leur portefeuille résiduel est très faible) ;
- les fonds 2001-2004 sont en phase avancée de désinvestissement.

LEXIQUE



Actionnaire minoritaire

Malgré l'égalité juridique entre tous les actionnaires, l'actionnaire minoritaire dispose de possibilités d'action limitées. Avec un tiers des voix plus une, il possède une minorité de blocage et peut s'opposer à toute décision prise en assemblée générale extraordinaire.

Si des actionnaires détiennent moins du tiers du capital et des droits de vote face à un autre actionnaire, ils occupent une position inconfortable : il ne peut influencer ni sur l'objet social, ni sur la gestion de l'entreprise.

Avec au moins 10 % du capital social, les possibilités actuelles d'un ou de plusieurs minoritaires sont les suivantes : demander en justice la désignation d'un ou plusieurs experts chargés de présenter un rapport sur une ou plusieurs opérations de gestion et enfin dénoncer les abus de droit des majoritaires.

L'actionnaire minoritaire d'une société non cotée a la possibilité de protéger ses intérêts par la conclusion de conventions d'actionnaires. Il s'agit de contrats entre actionnaires s'engageant, par exemple, à vendre ensemble au même prix ou à se consentir un droit de préemption mutuel.

Capital développement

Investissement généralement minoritaire en fonds propres dans une entreprise en développement, déjà établie sur son marché et présentant des perspectives de croissance (innovation de gamme, développement à l'international, acquisition externe...).

Capital innovation

Décomposé en :

- **Capital amorçage** : investissement en fonds propres du premier tour de table institutionnel d'une entreprise en phase de lancement. Il s'agit la plupart du temps de finaliser le projet d'entreprise, de financer la validation d'une technologie ou la mise au point des produits, de définir le business model et plus généralement de préparer le lancement commercial ;
- **Capital-risque** : investissement en fonds propres destiné à une entreprise de croissance lors de ses premiers développements et alors qu'elle n'est pas encore rentable. Le capital-risque investit dans des entreprises présentant des risques tout en promettant une forte croissance grâce au caractère innovant de leurs technologies, produits ou services.

Capital investissement

Prise de participation au capital d'une entreprise en fonction de son cycle de vie, dans le but de financer son démarrage, son développement, sa transmission ou l'acquisition d'une entreprise qui n'est pas cotée en Bourse.

Capital retournement / consolidation

Fonds d'investissement qui se focalise sur des entreprises en difficulté, mais qui conservent du potentiel pour envisager un redressement.

Capital transmission

Investissement destiné aux différents types de rachat, en minoritaire ou majoritaire, d'une entreprise par des financiers et/ou des dirigeants, moyennant un apport en fonds propres et en dette dans une holding de reprise (financement à « effet de levier »).

Family office

Intermédiaire financier spécialisé dans la gestion et la transmission du patrimoine financier, professionnel, social et familial de familles fortunées sur plusieurs générations.

Fonds propres

Argent apporté par les actionnaires de l'entreprise à la constitution de celle-ci et ultérieurement - par augmentation de capital -, ou laissé à la disposition de la société en tant que bénéfices qui n'auront pas été distribués sous forme de dividendes. Parmi les apporteurs de financement, ce sont eux qui supportent principalement le risque de l'entreprise : si la situation financière de l'entreprise est bonne, les bénéfices leur reviennent. Au contraire, si elle va mal, les apporteurs de fonds propres ne seront pas rémunérés (aucun dividende ne sera versé) si elle dépose son bilan, les apporteurs de capitaux propres ne seront remboursés qu'après les créanciers, ce qui est très rarement possible.

Financement

Pour financer ses investissements, l'entreprise fait appel à des capitaux propres ou à des emprunts. Les investissements, flux négatifs dans un premier temps, doivent progressivement générer des flux positifs qui, diminués des charges de répartition (charges financières, dividende et impôt), doivent permettre de rembourser les capitaux d'endettement. L'analyse des financements de l'entreprise doit être menée en dynamique sur plusieurs exercices, et en statique sur le dernier exercice disponible.

Financement par augmentation de capital

Une entreprise fait appel à ses actionnaires dans un certain but. Le financement par augmentation de capital peut, par exemple, répondre à une volonté de se désendetter ou de financer un programme d'investissements importants. On trouvera aussi des situations où l'entreprise procède à des rachats d'actions, qui reviennent à rendre des liquidités à l'actionnaire. Dans ce cas, l'entreprise veut peut-être modifier sa structure financière, ou bien elle manque tout simplement d'opportunités d'investissements intéressantes.

Fonds directs gérés

Fonds souscrits à 100 % par **Bpifrance** pour le compte de tiers (État, Caisse des dépôts), ou par **Bpifrance** et des acteurs privés (industriels, banques, assurances, fonds de fonds...). Ils sont gérés par **Bpifrance**.

Fonds partenaires de Bpifrance

Fonds privés qui sont souscrits par **Bpifrance**.

Fonds d'investissements (private equity)

Les fonds d'investissements (private equity) ont pour objectif d'investir dans des sociétés qu'ils ont sélectionnées selon certains critères. Ils sont le plus souvent spécialisés suivant l'objectif de leur intervention : fond de capital-risque, fond de capital développement, fonds de LBO qui correspondent à des stades différents de maturité de l'entreprise.

Fonds communs de placement

Les fonds communs de placement sont des copropriétés de valeurs mobilières. Le nombre de parts s'accroît par souscription de nouvelles parts et diminue par les rachats effectués par le FCP à la demande des porteurs de parts, à la valeur liquidative calculée au moins 2 fois par mois, et hebdomadairement le plus souvent. La gestion du FCP est similaire à celle des SICAV : la valeur liquidative de la part est en général plus élevée que pour une SICAV, et le nombre d'investisseurs plus réduit. La politique de gestion suivie peut donc mieux correspondre aux souhaits des porteurs de parts.

Fonds Commun de Placement à Risques (FCPR)

Le Fonds Commun de Placement à Risques (FCPR) est un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) qui doit investir une partie des fonds dans des entreprises non cotées. La plupart des fonds de LBO basés en France a adopté cette forme.

Fonds Commun de Placement dans l'Innovation (FCPI)

Le Fonds Commun de Placement dans l'Innovation (FCPI) est une catégorie particulière de Fonds Commun de Placement à Risques. Le Fonds Commun de Placement dans l'Innovation a vocation à favoriser le renforcement des fonds propres des PME françaises qualifiées d'innovantes.

Le fonds doit investir au moins 60 % des sommes collectées dans des entreprises à caractère innovant ayant moins de 2 000 salariés et n'étant pas détenues majoritairement par une ou plusieurs personnes morales.

Fonds de fonds

Les fonds de fonds ont pour objectif de détecter les meilleurs gérants et d'investir dans leurs fonds. Ils offrent, ainsi, un accès indirect à leurs performances, à une plus grande masse d'investisseurs qui ne peuvent pas y accéder directement. Par ailleurs, ils offrent une bonne diversification.

Fonds d'investissement de proximité (FIP)

Le fonds d'investissement de proximité constitue une catégorie particulière de Fonds Commun de Placement à Risques. L'actif du fonds d'investissement de proximité est investi à hauteur d'au moins 60 % dans des actions des Petites et Moyennes Entreprises. Le fonds d'investissement de proximité a une obligation d'investissement dans plusieurs régions limitrophes et 10 % de son actif doit être consacré à des Petites et Moyennes Entreprises de moins de 5 ans.

Investisseurs institutionnels

Le terme d'investisseurs institutionnels désigne les banques, compagnies d'assurance, caisses de retraite, Fonds Communs de Placement ou SICAV. Généralement ces actionnaires ne détiennent que des participations très minoritaires (moins de 10 %) dans des entreprises cotées. Leur rôle est cependant majeur car ce sont des acteurs qui dans une large mesure définissent la valeur boursière des entreprises.

Leveraged Buy Out ou LBO

Acquisition d'une entreprise par des investisseurs en capital, associés aux porteurs du projet de rachat, dans le cadre d'un montage financier comportant un effet de levier financier et dont le remboursement est prévu par un prélèvement sur les cash-flows futurs.

Entités du secteur public

Les fonds souverains, **Bpifrance** ainsi que l'ensemble des structures relevant de la Personne publique.

Sociétés de capital investissement

Intermédiaires financiers qui gèrent les fonds qui leur sont confiés par :

- des investisseurs institutionnels ;
- des fonds de fonds ;
- des particuliers ;
- des collectivités locales ;
- des entités du secteur public ;
- ou encore des groupes industriels ;

soucieux de soutenir le développement de nouvelles niches de croissance, le corporate venture capital. Leur activité de financement du haut de bilan consiste en la prise de participation en capital dans des entreprises généralement non cotées tout au long de leur existence.

Tour de table

Le tour de table est la réunion de différents investisseurs qui s'engagent à apporter un certain montant de capitaux pour réaliser une opération telle qu'une prise de participation ou une augmentation de capital.

Le tour de table permet principalement de faire se rencontrer les différents financeurs, d'estimer les forces et faiblesses d'un projet et de répartir le risque tout en réunissant les financements nécessaires.

Track Record

Résultats passés, historique des performances d'investissement d'un gestionnaire de capitaux. Le Track Record est l'outil de base pour évaluer la durabilité qu'a un gestionnaire de fonds à produire une performance.

Valorisation

La valorisation d'une entreprise consiste à calculer sa valeur financière en tenant compte des données comptables passées et du potentiel de développement de la société.

Remerciements

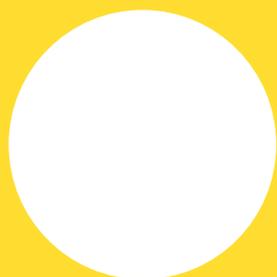
Cette étude a été réalisée avec le concours de l'AFIC
(ASSOCIATION FRANÇAISE DES INVESTISSEURS
POUR LA CROISSANCE)

Pour contacter Bpifrance de votre région

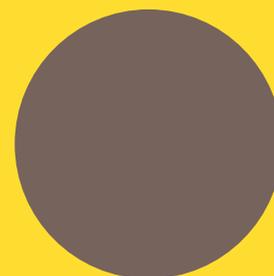
[bpifrance.fr](https://www.bpifrance.fr)

Bpifrance

27-31, avenue du Général Leclerc
94710 Maisons-Alfort Cedex
Tél. : 01 41 79 80 00



SERVIR
L'AVENIR



bpifrance.fr