



Le capital
investissement

CAPITAL-INVESTISSEMENT

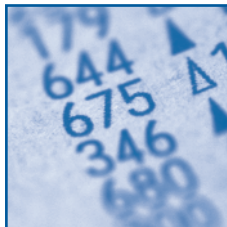
LE GUIDE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Hervé LEGOUPIL - Laurent GAYRAUD - James WEIR

Association Française des

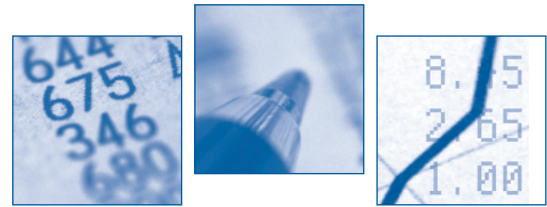
**INVESTISSEURS
EN CAPITAL**

SOMMAIRE



**CAPITAL-INVESTISSEMENT
LE GUIDE DES
INVESTISSEURS
INSTITUTIONNELS**

INTRODUCTION	2
COMPRENDRE LE CAPITAL-INVESTISSEMENT	4
1. Caractéristiques de la classe d'actif	4
2. Un choix varié de possibilités d'investissement	5
2.1 Capital-Risque – " venture capital "	6
2.2 Capital-Développement – " growth " ou " expansion capital "	6
2.3 Capital-Transmission – " Buy Out " ou " LBO "	6
2.4 Mezzanine	6
2.5 Fonds secondaire	6
2.6 Diversité géographique	6
3. Mesure des performances	7
3.1 Méthode du Taux de Rendement Interne (TRI)	7
3.2 Méthode du multiple	7
3.3 Indice de référence par rapport à d'autres classes d'actifs - " Benchmark "	7
4. Les supports d'investissement	8
4.1 Fonds Commun de Placement à Risque	8
4.2 Société de Capital-Risque	9
4.3 " Limited Partnership "	9
4.4 Fonds de fonds	9
5. Rôles et responsabilités du gestionnaire	10
INVESTIR AVEC MÉTHODE	11
1. Investir dans la durée	11
2. Diversifier les placements	11
3. Choisir les fonds d'investissement	13
3.1 L'approche interne indirecte	13
3.2 L'approche par les fonds de fonds	14
3.3 L'investissement direct	15
L'ENVIRONNEMENT FRANÇAIS	16
1. Le marché français	16
2. Transparence	16
2.1 Evaluation des fonds	16
2.2 Coûts de gestion	17
2.3 Relation investisseur-gestionnaire	17
3. Contrôle	18
3.1 L'Autorité des Marchés Financiers	18
3.2 Contrôle externe des fonds	18
3.3 Contrôle interne de la société de gestion	18
3.4 L'Association Française des Investisseurs en Capital	18
PRÉSENTATION DE L'AFIC	19



INTRODUCTION



Quel est le rôle économique du Capital-Investissement ("*private equity*") ?

Le Capital-Investissement finance le démarrage, le développement, la transmission ou l'acquisition d'une entreprise non cotée. C'est aujourd'hui un vecteur de développement essentiel dans le paysage économique français, reconnu pour ses effets moteurs sur la croissance des entreprises, la création d'emplois et la promotion de générations nouvelles de chefs d'entreprises.

En nombre d'interventions, les petites et moyennes entreprises sont les principaux destinataires de ces financements. L'opération associe au sein de l'entreprise, existante ou à créer, un entrepreneur, son équipe et les investisseurs financiers. Intervenant en fonds propres ou quasi fonds propres, les financiers deviennent actionnaires de l'entreprise et supportent les mêmes risques que les autres actionnaires. Le retour sur investissement est essentiellement concrétisé par la réalisation de plus-values lors de la cession de la participation ou de l'introduction en bourse de la société.

Le marché du Capital-Investissement est mondial. Mesuré par la moyenne de ses flux annuels d'investissement dans les entreprises, il représente environ 100 milliards d'euros par an à comparer aux 280 milliards d'euros par an de capitaux levés sur l'ensemble des marchés publics d'actions. Ce premier chiffre se divise en 20 milliards d'euros pour l'ensemble des pays d'Europe occidentale, soit 0.3 % de son Produit Intérieur Brut (PIB), et 80 milliards d'euros pour le marché Nord Américain, soit 1 % de son PIB. Estimé à près de 700 milliards d'euros, l'en-cours global de notre industrie représente environ 7 % de la capitalisation des entreprises composant le New York Stock Exchange (11.300 milliards \$). La dynamique du marché se mesure aussi par les nouveaux fonds levés, dont le rythme dépend des conditions du marché (perspectives d'investissement, stocks de capitaux, concurrence) mais aussi de l'arbitrage conjoncturel des investisseurs institutionnels entre les différentes classes d'actifs. En moyenne, les réserves disponibles représentent globalement pour le secteur entre une et deux années d'investissement.

En l'espace de plusieurs décennies, le marché du Capital-Investissement s'est considérablement développé en produisant régulièrement un haut niveau de performance financière. Dotée de caractéristiques propres à son activité, cette profession requiert des profils de gestionnaires spécialisés. De ce fait, l'approche d'un investisseur vers ce type de placement à long terme doit se faire avec méthode et discernement.

Si les grands institutionnels internationaux allouent une fraction croissante de leurs ressources à cette classe d'actif, on peut penser que ce n'est pas par hasard. Les performances historiques du Capital-Investissement sont excellentes, mais ces investisseurs particulièrement sophistiqués n'agissent pas sans méthode. Des principes simples guident la mise en place et la conduite d'une politique active d'investissement dans cette classe d'actif.

PRÉSENTATION

COMPRENDRE

Comprendre – Le Capital-Investissement n'est ni la bourse - on ne peut pas vendre quand on veut - ni un placement à haut rendement - la rentabilité n'est pas prédéfinie -, c'est une classe d'actif spécifique, qui a des caractéristiques propres, qu'il faut bien connaître : comprendre les ressorts de la création de valeur et les risques associés est la première étape d'une approche rationnelle du secteur.

DURER

Durer – Faire à un moment donné un investissement unique dans un fonds de Capital-Investissement peut donner d'excellents résultats, mais c'est cependant la plus sûre façon d'être déçu, parce que le risque pris est très élevé. L'investissement sur ce secteur doit au contraire s'inscrire dans la durée, pour couvrir convenablement les variations cycliques et constituer un portefeuille dont la maturité sera équilibrée.

DIVERSIFIER

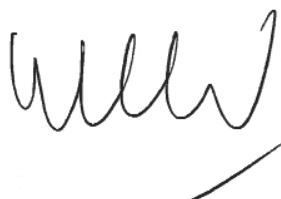
Diversifier – Le Capital-Investissement comprend trois domaines principaux : le Capital-Risque (" *venture capital* "), le Capital-Développement ("*growth* " ou "*expansion capital* ") et le Capital-Transmission (" *buy out* " ou "*LBO* "). Le couple Risque/Rentabilité dans chacun de ces trois domaines est différent. Ils sont d'autre part soumis à des cycles différents. Définir une répartition des engagements conforme aux objectifs poursuivis, à combiner avec une allocation géographique déterminée, est un élément essentiel de la démarche.

CHOISIR

Choisir – Les équipes de gestion du Capital-Investissement ne cherchent pas à suivre un indice de référence qui, d'ailleurs, n'existe pas aujourd'hui. Leurs performances sont donc inégales, et la disparité des résultats obtenus, entre les meilleurs et la moyenne, est large. Sélectionner les bonnes équipes est indispensable : à cet égard les professionnels ne comptent pas sur leur instinct, mais s'appuient d'abord sur une méthode de travail rigoureuse.

Partant de ces principes élémentaires, on peut bâtir une politique allant du plus simple - investir dans quelques fonds de fonds - au plus ambitieux - constituer une équipe dédiée.

C'est à l'intention des investisseurs français qui s'intéressent au Capital-Investissement, sans en avoir déjà une grande expérience, que cette brochure a été conçue. Elle a été préparée par un groupe de travail constitué de professionnels de l'AFIC, qui se sont appuyés sur leur expérience propre, mais ont aussi recueilli les avis et conseils de nombreux gestionnaires d'actifs institutionnels français et étrangers. Ce document donne les règles pratiques permettant d'aborder le sujet dans les meilleures conditions, et sera particulièrement utile au moment de définir, ou redéfinir, une politique d'allocation de ressources au Capital-Investissement.

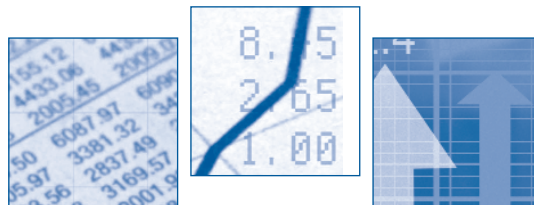


Jean-Louis de Bernardy
Président 2003-2004
Commission Relations
avec les Investisseurs



Hervé Legoupil
Président 2004-2005
Commission Relations
avec les Investisseurs

COMPRENDRE LE CAPITAL-INVESTISSEMENT



1. CARACTÉRISTIQUES DE LA CLASSE D'ACTIF

Placement financier alternatif à long terme, le Capital-Investissement offre aux investisseurs une opportunité de diversification caractérisée par :

- un couple risque/espérance de rendement élevé par rapport à la plupart des autres classes d'actifs,
- un certain degré de décorrélation par rapport aux indices des marchés boursiers,
- une liquidité et une volatilité différentes de celles des actifs cotés.

Si la durée de détention moyenne des participations de son portefeuille et selon le segment de marché considéré se situe entre 3 et 7 ans, un véhicule d'investissement, comme le Fonds Commun de Placement à Risque (FCPR), a généralement une durée de vie de 10 à 12 ans. Bien qu'il existe des possibilités de cession intermédiaire, la souscription engage l'investisseur sur le long terme, avec un débouclage de son placement sous forme de plus-values, principalement distribuées les dernières années. Depuis quelques années, l'existence d'un marché de fonds secondaires peut, dans certains cas, contribuer à raccourcir ce cycle.

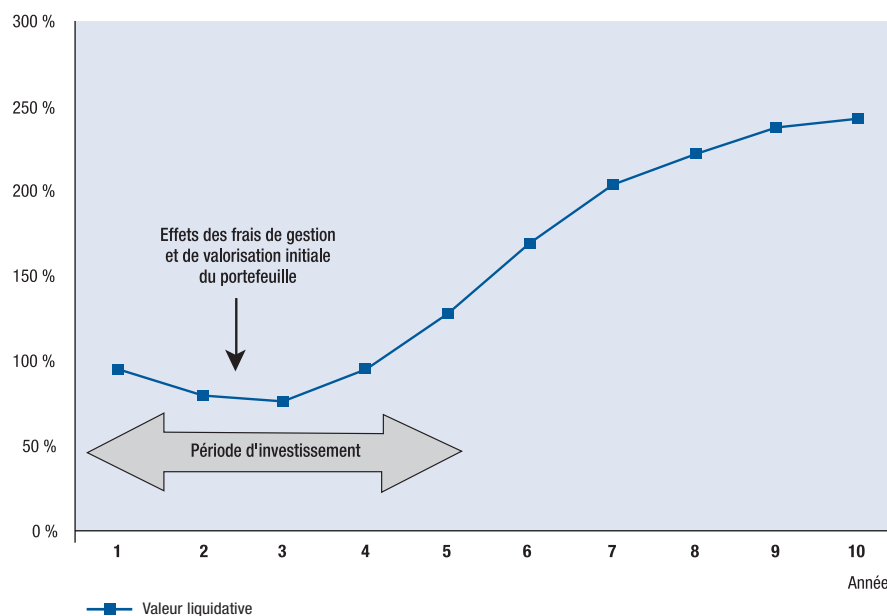
Au moment où l'investisseur entre dans un fonds, les entreprises qui en constitueront le portefeuille ne sont pas identifiées. Dans le cadre de la politique d'investissement définie pour le fonds, le gestionnaire investira selon les opportunités d'affaires qu'il générera. Aucune projection de performance ni garantie de rendement n'existe. Si les résultats historiques obtenus par une équipe de gestion sont de bons indicateurs sur sa compétence, ils ne peuvent pas être considérés comme la garantie des résultats futurs. C'est donc sur la base d'une grande confiance que s'établit la relation entre les investisseurs et les gestionnaires, ces derniers ayant, dans les limites de leur contrat, une grande liberté, pendant la durée de vie du fonds, pour choisir les investissements du portefeuille, les suivre et les revendre.

A la différence des investisseurs en bourse qui ne disposent que d'information publique, sans pouvoir influencer directement sur la conduite des entreprises dont ils sont actionnaires, les gestionnaires du Capital-Investissement s'organisent pour disposer d'information interne, et contribuent aux orientations et prises de décisions importantes pour la création de valeur dans les sociétés du portefeuille.

Investir dans une jeune société technologique ou organiser une transmission d'entreprise demandent de la part des gestionnaires des compétences assez différentes. Les performances entre équipes sont variables en fonction de leur expérience et selon la qualité de leur gestion mais aussi selon les millésimes et les secteurs. L'absence de véritable indice de référence sur les performances des différentes équipes de gestion, en rend la sélection particulièrement délicate. Il convient de déployer des moyens d'analyse plus ou moins importants en fonction de la stratégie d'investissement recherchée. Il sera donc plus facile à un investisseur français de valider une équipe investissant en France que de choisir, par exemple, une équipe nord américaine.

Il n'est pas pertinent de tirer des conclusions sur la performance d'un fonds lors de ses premières années d'existence car son fonctionnement intrinsèque entraîne le phénomène dit de la courbe en "J". En effet, pendant les premières années de la période d'investissement, le poids des frais de gestion n'est pas immédiatement compensé par l'accroissement de valeur du portefeuille en construction. Ce phénomène est plus marqué dans le Capital-Risque où des provisions, voire des pertes, peuvent être constatées bien avant que les gains sur les entreprises à succès ne soient révélés.

Courbe en "J" typique d'un fonds de Capital-Investissement



La dispersion de performance entre les différentes équipes de gestion, la grande variété de nature des entreprises financées, les méthodes spécifiques de valorisation des en-cours de portefeuille, l'impact comptable des frais de gestion en début de cycle du fonds, la concrétisation de la performance en fin de cycle et la durée de l'investissement, en font une classe d'actif particulière.

2. UN CHOIX VARIÉ DE POSSIBILITÉS D'INVESTISSEMENT

Le Capital-Investissement en tant que classe d'actif comprend un nombre de domaines variés parmi lesquels se trouvent : le Capital-Risque, le Capital-Développement, le Capital-Transmission de petite, moyenne ou grande taille, les fonds de retournement ou de mezzanine. Chaque segment de marché correspond à des profils ou des situations spécifiques de sociétés, fait appel à des montages financiers différents et se distingue par des durées de détention des participations et des statistiques de performance déliées les unes des autres.

En général, les sociétés de gestion n'interviennent pas dans tous les domaines. La plupart se sont spécialisées dans un secteur d'activité ou sur un type d'intervention. Elles se distinguent également par le montant des fonds gérés qui, conditionnant la taille de leurs opérations, définit le profil des entreprises visées. Certains investisseurs en capital se sont spécialisés sur les grandes opérations majoritaires, alors que d'autres se sont tournés vers les plus petites interventions pour construire un large portefeuille d'investissements minoritaires.

Le secteur des technologies est le secteur privilégié des investisseurs en Capital-Risque, mais l'industrie, les biens de consommation et les services sont aussi des domaines où interviennent, secteur par secteur, des spécialistes de la transmission et du développement.

2.1 Capital-Risque – " venture capital "

Les jeunes entreprises innovantes, dès leur création ou peu après leurs premiers développements techniques ou commerciaux peuvent trouver des financements privés auprès des fonds de Capital-Risque. Ces nouvelles sociétés évoluent essentiellement dans les secteurs des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC), dans ceux du monde des Sciences du Vivant ou dans les secteurs de l'Electronique et des Nouveaux Matériaux.

Bien que souvent minoritaires, les actionnaires financiers s'impliquent fortement auprès de l'entreprise au niveau de la stratégie, pour faciliter le recrutement de collaborateurs clés, organiser la recherche de nouvelles ressources financières, établir des contrats commerciaux ou nouer des partenariats avec des groupes industriels.

Il est fréquent que plusieurs financiers du Capital-Risque participent ensemble à des tours de tables successifs avant que la société ne soit cédée ou introduite en bourse.

2.2 Capital-Développement – " growth " ou " expansion capital "

Les investisseurs financiers prennent des participations minoritaires dans le capital d'entreprises déjà établies et généralement rentables en souscrivant à de nouvelles actions ou à des quasi fonds propres. Les entreprises sélectionnées présentent des profils de croissance qui nécessitent la consolidation de leur structure financière que ce soit pour développer de nouveaux produits ou services, établir une filiale à l'étranger, réaliser une acquisition ou encore accroître leur capacité de production.

2.3 Capital-Transmission – " Buy Out " ou " LBO "

Il s'agit d'investissements effectués à l'occasion du rachat de sociétés en association avec leurs dirigeants (" Management Buy Out ou MBO ") ou des repreneurs extérieurs (" Management Buy In ou MBI ") en utilisant des techniques financières à effet de levier bancaire (" Leveraged Buy Out ou LBO "). Le Capital-Transmission s'adresse aussi bien à des PME de quelques millions d'euros de chiffre d'affaires, qu'à de grandes sociétés multinationales. Des raisons variées, qui vont de la vente d'une société familiale à la cession d'une filiale de groupe industrielle, d'une privatisation d'une société cotée à la réorganisation d'un actionariat de financiers (LBO secondaires), créent des opportunités. Généralement sans dominante sectorielle, les fonds de Capital-Transmission interviennent dans des sociétés profitables pour y prendre, seuls ou à plusieurs, des positions majoritaires ou significatives.

2.4 Mezzanine

Les gestionnaires proposent aux investisseurs des fonds dont les actifs seront investis dans des opérations de LBO principalement sous forme de dette à haut rendement. Un mécanisme d'accès au capital au moment de la revente de la participation, sous forme par exemple de bons de souscription d'actions, permet de bonifier à terme, la rentabilité courante du prêt mezzanine. Subordonnée aux autres prêts bancaires d'acquisition et remboursable in fine, la mezzanine est un placement à risque intermédiaire qui génère un rendement courant élevé tout en offrant une espérance de gain global supérieur à celui des placements en actions cotées ou en obligations.

2.5 Fonds secondaire

Les fonds secondaires sont spécialisés dans le rachat de parts dans des fonds primaires à des investisseurs qui souhaitent se désengager avant le terme des fonds. Le rachat peut aussi porter sur la totalité des parts du fonds lorsque les investisseurs et le gestionnaire en sont convenus. Les fonds secondaires peuvent également directement racheter des portefeuilles de participations de fonds primaires. Ce type de fonds peut offrir aux investisseurs d'un fonds primaire un arbitrage entre une liquidité plus rapide et une décote sur la valeur instantanée et potentielle des actifs en portefeuille.

2.6 Diversité géographique

L'activité du Capital-Investissement existe dans de nombreux pays qu'ils soient situés en Europe de l'Ouest et de l'Est, en Amérique du Nord ou en Asie. Plus ou moins " profonds ", ces marchés présentent des particularités liées à leur histoire économique mais surtout à leurs perspectives de développement. Certaines équipes de gestion, organisées en réseaux ou en filiales, sont ainsi à travers un même fonds, présentes sur plusieurs marchés géographiques. Pour l'investisseur, l'accès direct à la diversification géographique nécessite une connaissance des marchés et des équipes locales. Ce service de diversification est aussi proposé par les fonds de fonds.

3. MESURE DES PERFORMANCES

Deux critères de référence, le Taux de Rendement Interne (TRI) et le multiple, sont utilisés pour mesurer et suivre l'évolution de la performance des opérations de Capital-Investissement. On qualifie la performance d'un fonds à travers la combinaison de ces deux mesures, la première renseignant sur le résultat rapporté au temps et la seconde sur le résultat en valeur absolue. Un Multiple élevé sur une longue période peut être considéré, par de nombreux investisseurs, plus attractif qu'un TRI élevé sur une courte période.

3.1 Méthode du Taux de Rendement Interne

La formule de calcul du TRI fait appel à un modèle financier de valeur actualisée.

Au niveau du fonds lui-même, une première mesure consiste à calculer le TRI sur chaque ligne du portefeuille puis sur le portefeuille global. Il s'établit en globalisant la performance pondérée de chacune des lignes de participation, qu'elles soient réalisées (la valeur est certaine), ou encore en portefeuille, (la valeur est estimée selon une méthode normalisée). A ce stade de résultat, on parle de **TRI brut**.

La deuxième mesure consiste à calculer le **TRI net** de l'investisseur en considérant l'ensemble de ses flux d'apports au fonds et de distributions par le fonds. Par cette approche, les coûts fixes et variables de la gestion sont pris en compte, puisque leur impact vient diminuer les montants disponibles pour les distributions. Bien entendu, en cours de vie du fonds, il n'est possible de calculer le TRI de l'investisseur qu'en faisant l'hypothèse que les valeurs en portefeuille puissent être distribuées instantanément à la date de calcul. Au fur et à mesure des cessions des lignes du portefeuille, le TRI net de l'investisseur tend vers son niveau final.

3.2 Méthode du multiple

Elle consiste à rapporter la valeur d'une ligne, exprimée à sa valeur d'inventaire ou de cession, majorée du cumul de ses rendements courants à son prix d'acquisition. Cette méthode étendue à l'ensemble des participations donne un multiple sur investissements du fonds. Elle peut aussi être appliquée au niveau de l'investisseur en rapportant la somme des distributions reçues du fonds majorée de la valeur estimée des parts du fonds, à la somme de ses décaissements.

3.3 Indice de référence par rapport à d'autres classes d'actifs - " Benchmark "

Il n'existe pas encore de véritable indice de référence pour le Capital-Investissement, ni au niveau international, ni au niveau national, mais des mesures de performance exprimées par le Taux de Rendement Interne (TRI) ou le multiple d'un agrégat de fonds sont régulièrement produites par des organismes spécialisés ou par les associations professionnelles. Ces mesures sont consolidées par millésime, par domaine d'investissement ou encore par région géographique.

Ces statistiques sont particulièrement pertinentes à condition de comparer la performance de fonds aux caractéristiques d'investissement analogues et provenant de mêmes millésimes. Mais ces statistiques sont difficilement comparables à celles qui retracent la performance des autres classes d'actifs, car elles suscitent des difficultés de méthodologie, en particulier sur courte période. Néanmoins sur le long terme, le Capital-Investissement a dégagé au plan international des rendements en moyenne supérieurs à ceux des actifs traditionnels et en particulier à ceux des marchés d'actions cotées.

Au niveau global européen, le TRI annuel net des investisseurs sur dix ans (1993-2003) affiche un niveau de performance de 12 % sur l'ensemble de la classe d'actif (source : Thomson Ventures Economics). Le TRI annuel net sur cinq ans (1998-2003) est moins élevé, affecté comme l'ensemble des marchés financiers par les effets de la " bulle ". Sur le marché nord américain, le TRI annuel net des investisseurs ressort à 12,7 % sur la période des dix dernières années (1993-2003) (source : Thomson Ventures Economics).

Selon les données recueillies pour la France jusqu'à fin 2003 (source : AFIC - Ernst&Young), le TRI annuel brut des investissements cumulés sur dix ans (1993-2003), tous domaines confondus, a été de 21 %, ce chiffre étant la moyenne pondérée d'une performance brute de 35 % sur les investissements cédés et de 9 % sur les investissements en portefeuille. Le TRI net n'est pas disponible en France mais l'extrapolation de cet indicateur brut conduit à une indication cohérente avec la performance nette mesurée sur le marché européen. Rappelons que le TRI brut, est un indicateur qui ne prend en compte ni les frais de gestion, ni l'impact de la trésorerie.

La prime généralement attendue par les investisseurs pour leurs placements en non coté par rapport aux grands indices boursiers sur longue période est de 400 à 600 points de base.

4. LES SUPPORTS D'INVESTISSEMENT

Le véhicule d'investissement le plus courant proposé en France aux investisseurs institutionnels est le Fonds Commun de Placement à Risque (FCPR). Ce véhicule a aussi été aménagé pour permettre son utilisation sous forme de fonds de fonds (FCPR de FCPR). Il existe également la Société de Capital-Risque (SCR) ou le Fonds d'Investissement de Proximité (FIP), introduit en 2004. Ces structures d'investissement, visant à favoriser le financement des entreprises non cotées, présentent des modes de fonctionnement juridique et réglementaire distincts mais des régimes fiscaux assez comparables pour l'investisseur institutionnel.

Au plan international, enfin, les opérations de Capital-Investissement sont réalisées au travers de véhicules de type " limited partnership " dont les mécanismes s'apparentent aux FCPR avec des différences cependant notables.

4.1 Fonds Commun de Placement à Risque

Appartenant à la famille générale des OPCVM, le FCPR se distingue par des particularités réglementaires qui prennent en compte les aspects liés au rythme, à la nature et aux risques des investissements dans le non coté.

Le FCPR est une copropriété de valeurs mobilières à durée de vie limitée, détenue par les investisseurs - ou souscripteurs - et dont la gestion est confiée à une société de gestion selon des règles spécifiées dans le règlement du fonds. Véritable contrat négocié entre les investisseurs et la société de gestion, fixant la politique d'investissement et les règles de gestion du portefeuille, le règlement précise les engagements, les droits, les obligations convenus entre eux. Son but est d'apporter aux investisseurs engagés dans un partenariat à long terme, la garantie du respect de leurs intérêts et le juste partage des résultats et des risques.

On distingue les **FCPR agréés** par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et les **FCPR à procédure allégée** : les premiers peuvent faire appel à l'épargne publique, alors que les autres ne peuvent être souscrits que par des investisseurs " qualifiés ". Les fonds allégés ne sont pas exemptés du contrôle de l'AMF, mais ils disposent d'une plus grande liberté pour établir des termes particuliers pour la gestion du fonds.

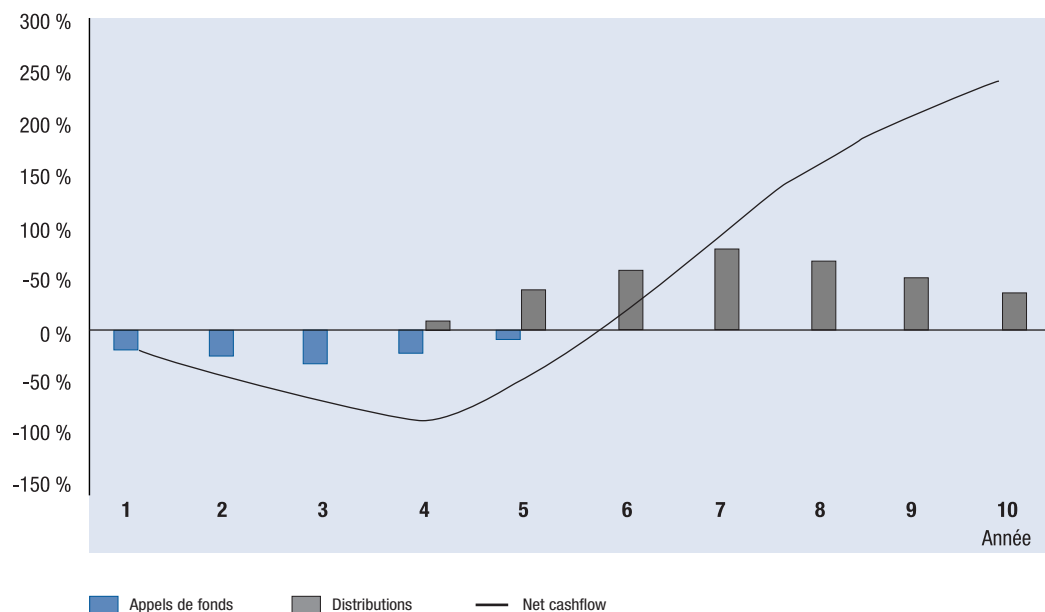
Pendant la durée de vie d'un FCPR, en moyenne de dix à douze ans, deux périodes se succèdent :

- Au cours de la période d'investissement, d'une durée de trois à cinq ans, les engagements des souscripteurs sont progressivement libérés par appels successifs de la société de gestion. Représentant des tranches de 5 à 10 %, ces tirages sont effectués en fonction des besoins des équipes de gestion pour réaliser les investissements dans les entreprises sélectionnées.
- Au cours de la deuxième période, les gestionnaires s'attachent à faire fructifier les participations du portefeuille par un suivi actif avant d'en préparer la cession. Les sorties s'effectuent par cessions industrielles auprès d'une autre entreprise, ou bien dans le cadre d'une introduction en bourse, ou vers un autre fonds d'investissement.

Le produit des cessions est distribué aux souscripteurs au fur et à mesure de leur encaissement. Ces distributions s'effectuent principalement sous forme monétaire, ou exceptionnellement par remise de titres des sociétés après cotation.

Selon le rythme d'acquisition des participations pendant la phase d'investissement et la capacité des équipes de gestion à en assurer la sortie pendant la phase de réalisation, le profil des flux financiers - fréquences d'appels et de distributions - et la durée complète d'un fonds sont assez variables.

Exemple des flux financiers de l'investisseur



4.2 Société de Capital-Risque

Bénéficiant d'un régime fiscal spécifique, la Société de Capital-Risque est constituée sous forme d'une société par actions dont les actionnaires sont les investisseurs. Son objet exclusif est la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières non cotées pour au moins 50 % de son actif net.

Soumise à des règles de fonctionnement, de gestion et de contrôle comparables à celles du FCPR, ces véhicules ont cependant une durée de vie beaucoup plus longue. Ce véhicule peut être préféré au FCPR lorsque l'objectif recherché par les actionnaires est la pérennité du capital et le réinvestissement des gains réalisés.

Les gestionnaires sont généralement salariés de la SCR, bien qu'il existe des formules de délégation comme la commandite.

4.3 " Limited Partnership "

Le Limited Partnership ("LP") est une structure d'investissement, fiscalement transparente, principalement utilisée par les gestionnaires anglais, américains et nordiques. Il est très similaire au FCPR avec une durée de vie limitée, une période d'appel des fonds de trois à cinq ans et une distribution du produit des cessions de participations au fur et à mesure de leurs réalisations. Le LP est géré par une société de gestion indépendante, le General Partner ("GP").

4.4 Fonds de fonds

Le fonds de fonds est une structure de mutualisation de participations dans plusieurs fonds de Capital-Investissement. Le fonds de fonds est géré par une équipe de professionnels qui offre aux investisseurs les services de construction stratégique d'un portefeuille diversifié et de sélection des sociétés de gestion. Gérant la relation avec les différents fonds sous-jacents, ces professionnels organisent la revue des valorisations, le transfert de l'information et assurent le back-office des relations avec les fonds. En 2003, on dénombre environ 120 équipes de gestion de fonds de fonds sur le plan mondial, dont 50 basées en Europe et 10 en France.

5. RÔLES ET RESPONSABILITÉS DU GESTIONNAIRE

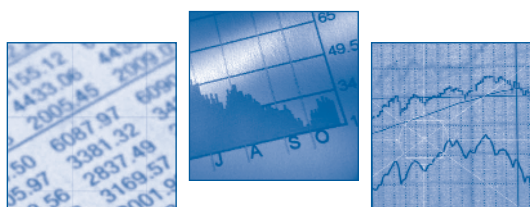
Les gestionnaires du Capital-Investissement sont des professionnels spécialisés, véritables entrepreneurs financiers qui recherchent des opportunités, identifient les meilleurs investissements et en organisent la liquidité à terme.

Pour constituer son portefeuille, le gestionnaire travaille à générer un flux d'affaires correspondant à sa stratégie d'investissement. A l'issue d'un processus d'analyse complété d'études prospectives, d'audits et de négociations, il sélectionne des entreprises offrant des perspectives à moyen et long terme correspondant aux objectifs définis dans le règlement du fonds. Dans le cadre de montages financiers et juridiques, le gestionnaire met en place des contrats d'actionnaires et de garanties adaptés à chaque transaction.

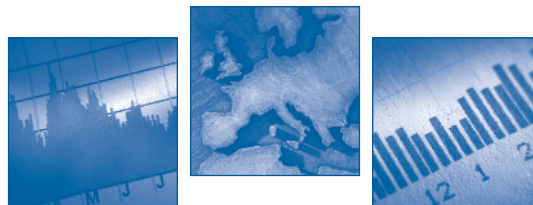
Proche de la vie opérationnelle des entreprises, par ses actions et ses conseils auprès des dirigeants, le gestionnaire contribue à la création de valeur. Les sociétés de gestion peuvent être représentées dans les conseils d'administration ou de surveillance pour participer à des degrés divers à la réflexion stratégique.

L'objectif final du gestionnaire est la cession des participations du portefeuille pour réaliser des plus-values. En concertation avec les dirigeants, il détermine le moment et choisit le mode de sortie maximisant la valeur de l'entreprise.

Tous les trois à cinq ans, les gestionnaires doivent se tourner vers le marché et lever des fonds. Confrontés aux arbitrages entre classes d'actifs, aux projets concurrents, c'est sur la base de leur performance et de leur capacité de conviction qu'ils rencontrent les investisseurs pour leur proposer de nouveaux projets de fonds.



INVESTIR AVEC MÉTHODE



La proportion attribuée au Capital-Investissement varie entre 1 % et 2 % pour les fonds de pensions européens et peut représenter jusqu'à 10-15 % dans les fonds universitaires ou les fondations américaines. Directement lié à la structure du passif de l'investisseur, le niveau d'allocation dépendra d'un nombre de facteurs comprenant par exemple la disponibilité et les besoins de trésorerie, le traitement fiscal des plus-values ou l'étendue des moyens affectés au suivi des investissements.

Réaliser un seul investissement ou bien réaliser tous ses investissements en un an peut donner de bons résultats mais le risque d'une performance décevante est élevé. Pour sécuriser l'obtention de bons résultats, il est primordial de diversifier les supports et d'investir systématiquement sur une longue période par des allocations annuelles régulières. Seule une politique régulière et structurée peut le plus sûrement conduire, au bout de quelques années, à un profil de résultats réguliers.

1. INVESTIR DANS LA DURÉE

Investir sur plusieurs années permet de moyenniser la performance en lissant les effets de cycle. En effet, les résultats varient beaucoup d'un millésime à l'autre. Ceci peut être dû à des facteurs associés à des fonds particuliers ou bien à une famille de fonds. De façon générale, ces variations sont souvent dues aux conditions spécifiques d'un secteur industriel ou à l'influence de facteurs extérieurs tels que la situation économique ou l'état des marchés financiers.

Il est difficile de faire des pronostics sur le marché du Capital-Investissement pour essayer de déterminer le bon moment pour investir. Il est impossible de prévoir le climat futur du marché, les périodes où les prix des entreprises à acquérir seront bas, et celles où les cessions se feront à des prix élevés, car ceci dépend de nombreux facteurs.

Enfin, il est recommandé de s'engager sur un plan de surallocation de fonds. Pour placer en Capital-Investissement une proportion de 3 % du total de ses fonds gérés, un investisseur doit probablement prendre en compte une allocation se situant entre 4 % et 5 %. Cela est dû à la gestion en flux tendus des fonds, où il est habituel que les premières distributions soient effectuées avant les derniers appels de capitaux qui sont ainsi partiellement compensés. En solde net, c'est en moyenne seulement 70 % du montant total alloué à un fonds qui sera effectivement versé. D'où le besoin d'engager 4 % à 5 % des fonds pour obtenir une proportion effective d'environ 3 % investis – soit 70 % de 4 % à 5 %.

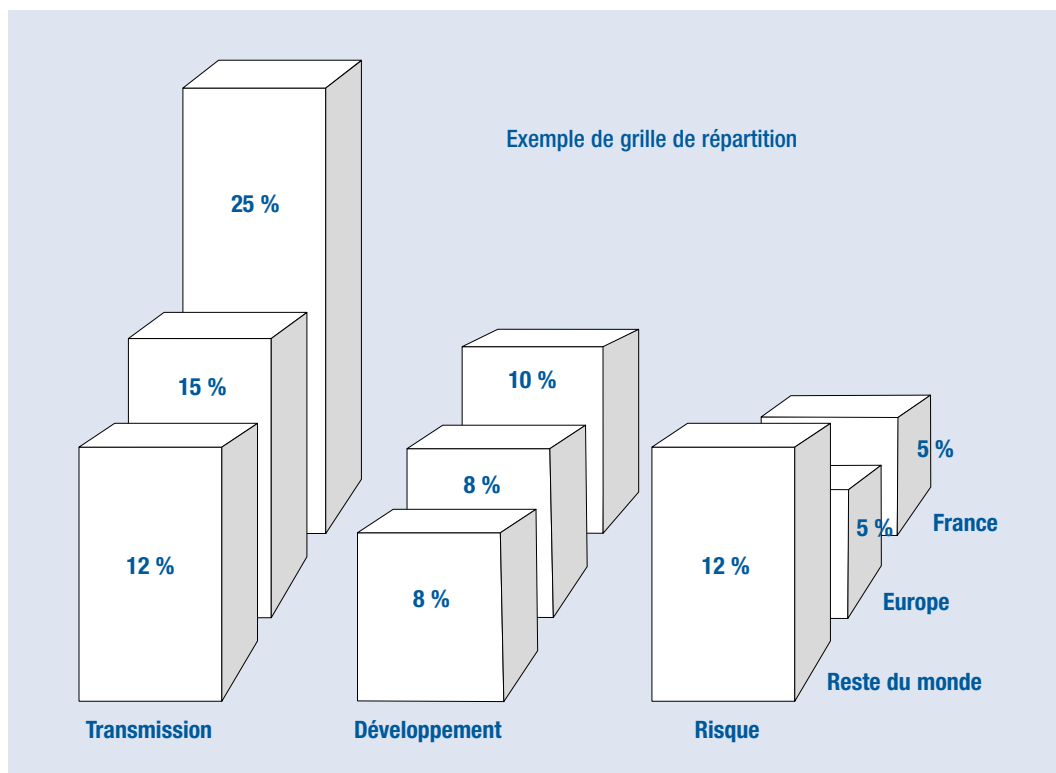
2. DIVERSIFIER LES PLACEMENTS

Le besoin de diversification est plus important dans le Capital-Investissement que dans l'investissement en actions cotées car, du fait des caractéristiques propres de cet actif, il est difficile de " sortir " d'un investissement qui se révèle décevant.

En fonction de ses objectifs, l'investisseur choisira d'affecter son allocation de ressources au Capital-Investissement selon une stratégie de diversification qui privilégiera la nature ou le secteur des entreprises financées, les régions géographiques ou les millésimes sélectionnés.

A ce stade, l'investisseur doit décider s'il préfère déléguer sa stratégie de diversification en investissant dans un fonds de fonds ou bien la conduire lui-même avec une équipe en interne, ou encore - solution intermédiaire - en s'appuyant sur les préconisations d'un conseil. Il est cependant recommandé à un investisseur qui aborde pour la première fois un programme de Capital-Investissement d'investir dans un ou plusieurs fonds de fonds pour rapidement, mais prudemment, accéder à une couverture de l'ensemble des domaines de la classe d'actif. Lorsque l'investisseur a ainsi acquis de l'expérience sur cette classe d'actif, il lui sera plus facile de réaliser tout ou partie de ses investissements directement dans des fonds.

Une fois la grille de répartition fixée entre les différents domaines du marché, il faut dans chacun d'eux déterminer un arbitrage entre les fonds spécialisés dans une industrie et les fonds généralistes. Il y a eu une évolution marquée ces dernières années, aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis, vers la spécialisation, notamment des fonds de Capital-Risque, sur un domaine technologique précis. Des exemples pourraient être un fonds de Capital-Risque spécialisé en biotechnologie ou dans les logiciels, mais aussi un fonds de rachat d'entreprise (LBO) spécialisé sur un thème industriel précis comme celui des médias. De même, beaucoup de fonds généralistes tendent maintenant à se focaliser sur un nombre de secteurs plus limités tels que ceux de la santé ou des services aux entreprises au lieu de s'intéresser à toutes les entreprises sur le seul critère de la taille ou de la valeur.



En complément à la diversification par secteur, il est normal de diversifier ses opérations selon la situation géographique des zones d'investissement. Un fonds de fonds à vocation internationale basé en France est un bon point de départ, car parmi d'autres avantages, l'investisseur pourra plus facilement rencontrer le gestionnaire et apprendre à connaître le contexte du Capital-Investissement dans différents pays. Par la suite, les investissements pourront être directement réalisés dans des fonds locaux, des fonds paneuropéens ou des fonds de marchés émergents.

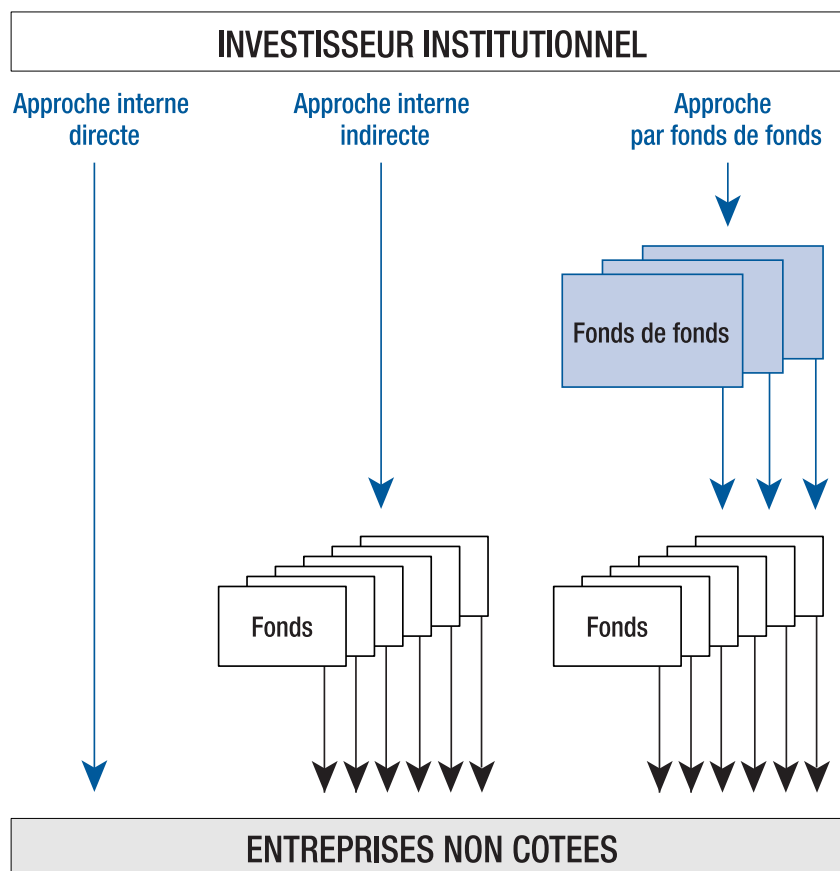
Il est possible que nombre de grandes transactions de LBO ne soient plus à l'avenir accessibles aux investisseurs que via des fonds américains ou paneuropéens disposant de moyens d'intervention sur l'ensemble des marchés géographiques au détriment des fonds locaux. Cependant, les fonds locaux de Capital-Risque et plus généralement les fonds destinés aux investissements dans les petites et moyennes sociétés, conservent tout leur intérêt grâce à leur connaissance de l'environnement local et à leur relation de proximité avec les dirigeants d'entreprise. En général, l'investissement direct à l'étranger devra viser des fonds présents dans des pays offrant un fort développement économique et dans des fonds internationaux disposant d'une large couverture.

Il n'y a pas un nombre idéal de fonds dans lesquels investir pour atteindre un portefeuille équilibré et diversifié. Néanmoins, les spécialistes recommandent de viser un portefeuille constitué d'au moins dix à quinze fonds.

En considérant un minimum de souscription de 2 à 5 millions d'euros par fonds, l'allocation minimale à la classe d'actif devrait donc être de 25 à 60 millions d'euros au total en régime stabilisé. Par la voie de l'investissement dans des fonds de fonds, un haut degré de diversification peut aussi être atteint pour des engagements inférieurs.

3. CHOISIR LES FONDS D'INVESTISSEMENT

Le choix du mode d'intervention d'un investisseur institutionnel dans le Capital-Investissement s'effectue en fonction des compétences internes disponibles, des moyens affectés et des objectifs recherchés. Du choix de ce mode d'action dépend la méthode de sélection des gestionnaires et des fonds d'investissement. Trois approches, ayant chacune des avantages et des inconvénients, sont possibles.



3.1 L'approche interne indirecte

L'investisseur institutionnel se charge de sélectionner les fonds d'investissement dans lesquels il va souscrire et pour le compte desquels les gestionnaires des fonds prendront à leur tour des participations dans des entreprises. Toute l'importance de cette approche réside dans la bonne sélection d'un portefeuille de gestionnaires de fonds auxquels est confiée la responsabilité des décisions d'investissement et de désinvestissement.

Fixant les objectifs de risque et de performance, l'investisseur institutionnel charge son équipe interne de définir la stratégie d'investissement en fonction des montants et de la durée des engagements. Ces spécialistes détermineront le profil des fonds recherchés.

Pour que la stratégie de diversification puisse être effective, l'équipe interne doit disposer d'une allocation de ressources suffisamment significative afin de pouvoir engager des montants unitaires de placement minimum, quelques millions d'euros, dans un nombre minimum de fonds, une douzaine. Cette masse critique est aussi en rapport avec les coûts de fonctionnement de l'équipe dédiée à cette activité - sélection, suivi, accès à l'information, diligences, gestion du risque, services spécifiques de back-office.

La mise en place de ces moyens se justifie d'autant plus que l'objectif de l'investisseur institutionnel s'inscrit dans une optique de croissance à long terme dans cette classe d'actif.

Le travail de sélection consiste à rencontrer les équipes de gestion offrant les politiques d'investissement recherchées par l'investisseur, pour en analyser les méthodes de travail et les performances historiques et courantes. Il est important de comparer le niveau de performance d'un fonds en particulier à celui d'un échantillon de fonds d'un même profil stratégique et de même génération.

Sélectionner les meilleures équipes est un facteur clé pour la future performance. Les "due diligences" approfondies doivent porter sur l'expérience individuelle des membres de l'équipe, sur leur motivation, sur l'étendue de leur implication financière personnelle dans le fonds et sur leur éthique. Il est aussi important d'analyser au sein de l'équipe l'adéquation entre les responsabilités dans la contribution aux résultats et la répartition de l'intéressement qui en découle.

L'attention doit aussi être portée sur la stabilité de l'équipe de gestion et sur sa capacité à générer un flux d'affaires original, à négocier et à prendre les décisions selon un processus rigoureux. L'analyse des plus-values réalisées ou latentes est un indicateur de la contribution des gestionnaires à la création de valeur, révélant le degré d'efficacité de leur style de gestion. Le but final étant la réalisation de plus-values de cession, il faut examiner attentivement la manière dont les gestionnaires préparent les sorties : sont-ils actifs sur l'objectif, font-ils preuve d'anticipation, guettent-ils le bon moment ?

Engagé sur le long terme, l'investisseur institutionnel doit aussi s'interroger sur la nature de la relation qu'il souhaite entretenir avec l'équipe de gestion. Détenir un pourcentage réduit dans un fonds donne les mêmes droits à l'information mais n'offrira toujours pas une grande proximité relationnelle avec les gestionnaires. Choisir de participer à un fonds avec un pourcentage plus élevé permettra au contraire à l'investisseur de développer une relation privilégiée avec l'équipe de gestion.

Dans le cas d'un investissement majeur dans un fonds indépendant – un quart à un tiers des souscriptions – l'investisseur institutionnel pourra dans certains cas obtenir un statut de "sponsor". Outre ses capitaux, un sponsor peut apporter sa notoriété pour aider à la réussite d'une levée de fonds ou des services spécifiques utiles à la société de gestion. En échange, il pourra conclure avec elle un contrat lui garantissant des avantages particuliers comme une part de l'intéressement ou un accès préférentiel aux co-investissements.

L'approche directe est difficile pour un investisseur qui débute dans le Capital-Investissement, qui ne dispose pas d'un référentiel établi à partir de la connaissance et du suivi d'un grand nombre d'équipes. Il peut aussi lui être difficile d'accéder aux meilleures équipes, qui peuvent préférer traiter avec leurs investisseurs historiques ou fixent des minima de souscriptions incompatibles avec l'enveloppe de l'investisseur.

3.2 L'approche par les fonds de fonds

N'intervenant pas directement dans les entreprises, les gestionnaires de fonds de fonds sélectionnent un certain nombre de fonds d'investissements, dans lesquels ils investissent. D'une culture généralement financière, comparable à celle de l'investisseur institutionnel, le gestionnaire de fonds de fonds est un relais naturel vers le Capital-Investissement.

Proposant aux investisseurs institutionnels un large choix de stratégies d'investissement, investir dans des fonds de fonds est un moyen d'accès rapide à tous les domaines du Capital-Investissement de manière moins risquée que par l'approche interne. Par ce mécanisme de démultiplication, un investisseur, pour un engagement financier identique, participera indirectement au financement de plusieurs centaines d'entreprises, soit trois à cinq fois plus que dans un cas d'approche interne indirecte. Par cette approche, les moyens opérationnels mobilisés par l'investisseur sont limités. En revanche deux couches de frais de gestion se superposent puisqu'il faut rémunérer le gestionnaire du fonds de fonds en même temps que, indirectement, les équipes gérantes des fonds sous-jacents.

Sur un plan statistique, si la performance d'un portefeuille de fonds de fonds peut présenter un niveau de rendement moindre que celui d'un portefeuille de fonds constitué en direct, c'est au bénéfice d'une moindre volatilité et d'un moindre risque. Si, d'autre part, la durée d'un fonds de fonds est plus longue que celle d'un fonds, ses distributions sont cependant plus régulières.

En contact permanent avec le marché, les gestionnaires de fonds de fonds ont une connaissance actualisée de ses tendances et des opportunités de fonds disponibles ou à venir. Suivant dans la durée un grand nombre d'équipes de gestion, ils disposent d'une base de données dont l'analyse permet de situer la performance d'un fonds aussi bien en valeur absolue que par rapport à d'autres fonds de nature et de millésime comparables.

Pour l'investisseur, le travail de sélection consiste à rencontrer les équipes de gestion de fonds de fonds dont la stratégie d'investissement correspond aux objectifs qu'il s'est fixé. Les résultats de l'analyse de la performance des fonds qu'ils gèrent, ou qu'ils ont gérés, sont des éléments importants pour le choix final. Ayant par construction l'objectif de mutualiser la performance du marché, la comparaison de la rentabilité entre fonds de fonds de même nature est rendue plus facile pour un investisseur institutionnel peu expérimenté dans le Capital-Investissement.

Les principaux critères d'appréciation d'une équipe de gestion de fonds - expérience, maturité et cohérence des professionnels, qualité du reporting, alignement des intérêts - se retrouvent pour les équipes spécialisées dans la gestion de fonds de fonds. Les critères particuliers à examiner chez les gestionnaires de fonds de fonds vont de la connaissance qu'ils possèdent du marché national, continental et mondial, à leur capacité à accéder aux meilleures équipes de gestion et à être écouté par ces équipes. Il convient également d'examiner la profondeur de leur processus de diligences, de valider la qualité de leur jugement des équipes, la justesse de leur sens stratégique et de vérifier leur attention à référencer dans la durée la performance des équipes de gestion.

Un portefeuille de plusieurs fonds de fonds à positionnements stratégiques différents est recommandé pour augmenter la diversification globale des risques et diminuer les effets de cycles. C'est aussi un moyen d'accéder à une liquidité plus régulière.

La construction d'un portefeuille mixte composé de fonds de fonds et d'investissements directs dans des fonds est d'autre part fréquente. En y ajoutant enfin la possibilité d'effectuer des co-investissements dans les entreprises cibles elles-mêmes, un investisseur institutionnel peut accéder à une combinaison pertinente de diversification et de contrôle des risques pour des engagements et des moyens de gestion adaptés à sa structure.

L'investisseur institutionnel pourra aussi faire appel aux services d'un conseil extérieur spécialisé sur le métier du Capital-Investissement (couramment appelé " gate-keeper " chez les anglo-saxons). Selon les besoins des investisseurs, dans cette classe d'actif, le consultant accompagnera la démarche permettant de déterminer le calcul de l'allocation d'investissement. Il se chargera de recommander une structure cible pour un portefeuille équilibré et diversifié et assistera l'investisseur pour la sélection des fonds ou des fonds de fonds appropriés à la stratégie recherchée. Sa mission peut donc être multiforme et adaptée à l'organisation et aux moyens propres de chaque investisseur.

3.3 L'investissement direct

L'investisseur choisit d'être lui-même le gestionnaire de ses investissements en non coté. Devant disposer d'une équipe de gestion expérimentée, il peut donner à cette activité une orientation stratégique spécifique ou viser une simple diversification de ses actifs sous gestion. L'activité peut être confiée à une filiale spécialisée.

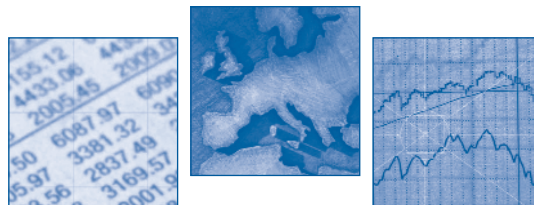
Le risque de cette approche est élevé puisqu'elle expose l'investisseur au risque direct de chaque participation. L'atténuation de ce facteur de risque ne peut se faire que par la diversification du portefeuille dans un nombre significatif de participations ce qui peut l'engager sur des niveaux d'allocation en Capital-Investissement incompatibles avec sa gestion globale d'actifs.

Il n'est pas sûr non plus que l'avantage de l'économie des commissions de gestion versées à des gestionnaires externes, à efficacité et montant engagé analogues, soit réel, compte tenu des coûts de fonctionnement d'une équipe interne qualifiée.

Un autre facteur de risque réside dans la dépendance vis-à-vis d'une seule équipe de gestion, réduisant de facto la diversification.

En pratique, cette approche en concurrence avec les équipes de gestion indépendantes requiert une allocation de fonds très importante qui est souvent justifiée par l'extension des services de gestion à des fonds tiers.

L'ENVIRONNEMENT FRANÇAIS



1. LE MARCHÉ FRANÇAIS

La France est le premier marché du Capital-Investissement en Europe continentale, en croissance régulière depuis la fin des années 80, hors année exceptionnelle de 2000. Les capitaux investis sur l'ensemble du territoire français sont passés en rythme annuel d'environ 1 milliard d'euros dans les années 90 à 4.8 milliards d'euros en 2003. La moyenne des capitaux levés par les équipes françaises au cours des trois dernières années s'élève à 3.9 milliards d'euros. Une proportion importante de ces ressources provient d'investisseurs étrangers. Le montant des désinvestissements, égal à 2,1 milliards d'euros en 2003, traduit le dynamisme de la rotation des portefeuilles.

Touchant chaque année environ 1 500 entreprises françaises, l'industrie du Capital-Investissement réalise 70 % de ses opérations dans des entreprises de moins de 100 salariés. 44 % des montants investis concernent des entreprises de moins de 100 millions d'euros de chiffre d'affaires. L'impact sur l'économie nationale est très important. En effet, les conclusions d'une étude conduite en 2003 par l'AFIC, en partenariat avec Ernst & Young, indiquent qu'à travers 3 600 participations identifiées, c'est en France un million d'emplois et 130 milliards d'euros de chiffre d'affaires qui sont concernés, soit plus de 8 % du PIB.

Réunissant 1 800 professionnels travaillant dans 200 sociétés de gestion, basées à Paris ou en province, la profession s'est organisée pour instaurer un cadre de fonctionnement efficace sur les plans réglementaire, juridique et déontologique. La stabilité de cet environnement est un facteur essentiel de sécurité pour les investisseurs en rapport avec le cycle d'immobilisation longue des placements dans cette classe d'actif.

2. TRANSPARENCE

2.1 Evaluation des fonds

Pour valoriser les actifs non cotés du portefeuille, les sociétés de gestion françaises suivent la méthode normalisée établie par l'AFIC-EVCA (European Venture Capital Association). Jusqu'en 2004, le principe retenu était celui de la méthode prudente, selon laquelle les participations sont :

- maintenues à leur coût d'acquisition dans le cas général,
- affectées d'une provision en cas de survenance d'éléments défavorables,
- exceptionnellement réévaluées sur la base de références extérieures probantes (telles qu'une transaction significative entre personnes indépendantes).

La réforme actuelle des normes comptables IFRS entraîne un changement de méthode dans la valorisation des actifs des fonds, à travers la mise en place du principe de la juste valeur, dite encore " fair value ". En ce sens, la méthode conduira à des valeurs plus proches de la réalité économique à un instant donné, mais elle apportera également une plus grande volatilité aux valeurs des participations. Cette évolution sera toutefois en ligne avec les principes comptables de la plupart des investisseurs, eux-mêmes soumis aux nouvelles normes IFRS.

Les sociétés de gestion établissent le plus souvent des valeurs liquidatives trimestrielles. En revanche, les comptes du fonds sont généralement revus et certifiés semestriellement.

2.2 Coûts de gestion

Bien qu'il n'existe aucune norme en la matière et qu'une grande variété de formules puisse être rencontrée, la pratique du marché tend à uniformiser les modes de rémunération des équipes de gestion. L'investisseur doit s'assurer que les conditions proposées par un fonds rentrent dans le cadre général des pratiques de la profession. Les écarts éventuels doivent être expliqués par des circonstances particulières que l'investisseur devra apprécier. La rémunération des sociétés de gestion comprend habituellement deux parties :

- Une commission annuelle, généralement assise, pendant la période d'investissement, sur le montant des souscriptions du fonds. Elle peut varier d'un taux annuel de 1 % dans les grands fonds à 3 % dans les fonds de petite taille ou les fonds spécialisés sur les hautes technologies. Pendant la période suivante, l'assiette et éventuellement le taux de la commission, sont souvent diminués afin de refléter la baisse du temps passé par le gestionnaire sur un portefeuille qui se contracte au fur et à mesure des cessions.
- Un intéressement, le " carried interest " qui représente habituellement 20 % du montant total des plus-values, nettes des moins-values réalisées par le fonds. Cette répartition est un standard historique, mondialement reconnu, et dont il est très rare de s'écarter. Cette rémunération liée au succès n'est versée au gestionnaire qu'après que les investisseurs aient été remboursés de l'intégralité de leurs apports et souvent, qu'ils aient reçu des distributions leur assurant un rendement prioritaire (le " hurdle rate ", dont le taux annuel peut atteindre 5 à 8 %). Ce mécanisme de subordination décale en moyenne les premiers versements au gestionnaire au titre de l'intéressement vers la septième année d'existence du fonds.

Les honoraires liés à la réalisation des investissements et à leur cession ultérieure (avocats, audits, intermédiaires, etc.) sont normalement comptabilisés dans le fonds. Les autres frais et charges du fonds concernent la commission du dépositaire ainsi que les divers honoraires liés à la vie comptable et juridique des véhicules d'investissement. Le coût des assurances des gestionnaires, au titre des mandats sociaux qu'ils sont amenés à détenir dans les sociétés du portefeuille, peut être pris en charge par le fonds.

2.3 Relation investisseur-gestionnaire

Dans un FCPR français, les relations entre les investisseurs et les gestionnaires sont organisées dans le cadre légal du règlement du fonds. Outre les dispositions générales qui en décrivent les objectifs, le fonctionnement juridique, comptable et financier, le règlement comporte les termes du contrat de gestion spécifique à chaque fonds.

Pour une protection maximale, un certain nombre de clauses négociées, d'engagements et d'obligations maintiennent la convergence d'intérêt à long terme entre investisseurs et gestionnaires. Gage d'implication sur la durée et sur la recherche de la meilleure performance, ce dispositif exigeant est une particularité du Capital-Investissement. Il est par exemple très fréquent que la société de gestion ou ses professionnels investissent conjointement des sommes significatives dont le remboursement est subordonné à celui des sommes apportées par les investisseurs. Parmi les clauses contractuelles les plus répandues, on trouve :

- le format de communication de l'information financière du fonds adapté aux attentes des investisseurs institutionnels. La fiabilité, la qualité, la fréquence et l'exhaustivité de cette information sont essentielles au lien de confiance durable entre les investisseurs et les gestionnaires,
- la description des cas de conflits d'intérêts et les éventuelles procédures de traitement,
- la permanence d'une équipe de gestion identifiée à l'origine du fonds et dont tout changement peut être soumis à l'agrément d'une majorité qualifiée d'investisseurs,
- la constitution d'un comité d'investisseurs ayant qualité pour surveiller la gestion du fonds, ou intervenir dans certains cas prévus par le règlement,
- l'affectation des revenus directs et indirects de la société de gestion provenant d'activité sur le portefeuille. En l'absence de clauses négociées, il est recommandé aux gestionnaires de se conformer aux bonnes pratiques décrites dans le Rapport Adhémar. Sont ainsi visés les revenus des mandats sociaux ou les honoraires de transaction ou de syndication perçus par la société de gestion ou ses salariés.

3. CONTRÔLE

Le Capital-Investissement en France est soumis à différents niveaux de contrôle : sur un plan général, il est assuré par l'AMF ; dans chaque fonds, le contrôle est réalisé par le dépositaire et le commissaire aux comptes ; sur le plan interne de la société de gestion, par le déontologue et le contrôleur interne.

En invitant ses membres à adhérer au Code de Déontologie et au guide des bonnes pratiques, l'AFIC fait partie intégrante de ce dispositif général de contrôle.

3.1 L'Autorité des Marchés Financiers

Les sociétés de gestion françaises spécialisées en Capital-Investissement doivent obtenir l'agrément préalable de l'AMF avant de pouvoir prétendre à toute proposition de services ou de levées de fonds auprès d'investisseurs. L'agrément de la société vise, dès sa création puis par des contrôles ou actualisations périodiques :

- la présence d'un personnel compétent suffisant, en rapport avec la stratégie d'investissement suivie,
- l'existence de moyens techniques appropriés.

La surveillance de l'AMF s'exerce aussi sur la conformité aux textes généraux des règlements de chaque nouveau véhicule d'investissement organisé par la société de gestion. Des sanctions sont prévues en cas de non-respect des règles. L'AMF entend faire respecter son statut d'instance d'appel qui est une pleine garantie pour les investisseurs. Les fonds de Capital-Investissement sont à cet égard soumis aux mêmes contraintes que les acteurs intervenant sur le marché coté.

3.2 Contrôle externe des fonds

Juridiquement lié au fonds par le règlement et par convention à la société de gestion, le dépositaire agit au bénéfice des souscripteurs. En France, le dépositaire est une personne morale, agréée par l'AMF, généralement un établissement bancaire. Il contrôle la régularité des procédures de gestion, notamment l'éligibilité des opérations, l'application des règles de dispersion des risques, et d'une manière générale, la conformité de la gestion des actifs et du passif du fonds avec le règlement.

Le commissaire aux comptes du fonds audite périodiquement les comptes du fonds. Il certifie l'exactitude des rapports élaborés pour les investisseurs par la société de gestion. A ce titre, le commissaire aux comptes, vérifie les méthodes utilisées pour établir la valeur des participations en portefeuille.

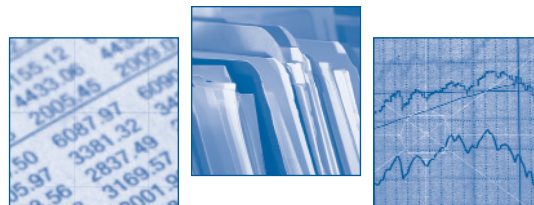
3.3 Contrôle interne de la société de gestion

La société de gestion nomme un contrôleur interne et un déontologue. Le cahier de procédures établi par la société de gestion décrit les modes opératoires des différents compartiments de la gestion, les processus de décision, affecte les responsabilités et les obligations de transparence aux gestionnaires. Le contrôleur a pour mission de vérifier la conformité des opérations de gestion au regard de ce cahier de procédures. Le déontologue examine les situations potentielles ou avérées de conflits d'intérêts, ou autres situations engageant la moralité des opérations effectuées par les gestionnaires. Ses rapports périodiques sont intégrés dans les rapports de gestion.

3.4 L'Association Française des Investisseurs en Capital

L'AFIC exerce un rôle régulateur en matière de déontologie de la profession, notamment au travers de sa commission de déontologie et en faisant adhérer ses membres à son code de déontologie et à son guide des bonnes pratiques. Approuvé par l'AMF, ce code est cohérent avec celui de l'AFG. En accord avec les recommandations de l'European Venture Capital Association (EVCA), l'AFIC met à la disposition des sociétés de gestion un guide de valorisation des participations en portefeuille.

PRÉSENTATION DE L'AFIC



AFIC

Association Française des Investisseurs en Capital

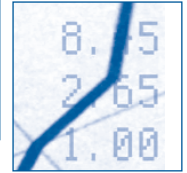
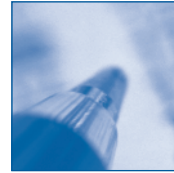
L'**AFIC** regroupe la quasi-totalité des professionnels du Capital-Investissement en France. Elle accompagne et facilite la croissance rapide du Capital-Investissement en France par son action dans les domaines suivants :

- la formation des professionnels, qui a concerné en 2004 plus de 600 personnes ;
- le recueil, l'analyse et la publication des statistiques de référence de la profession ;
- la mise au point et la diffusion d'un code de règles déontologiques qui encadrent l'exercice du métier ;
- la promotion du Capital-Investissement auprès des investisseurs institutionnels français qui ne consacrent à ce secteur qu'une partie encore faible de leurs ressources en comparaison de ce qui se fait dans les pays de l'Europe ou aux Etats-Unis ;
- le dialogue avec les pouvoirs publics, afin d'améliorer le cadre réglementaire dans lequel s'exerce l'activité, tel la réforme en cours du régime des FCPI, ou la nécessaire réorientation de l'assurance vers le Capital-Développement (PERP, fonds de pension).

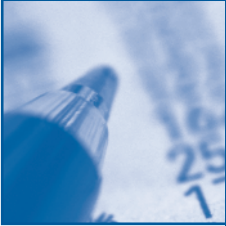
L'AFIC compte actuellement **210 membres actifs** – capital-investisseurs – et **116 membres associés** – professionnels des métiers liés au Capital-Investissement : avocats, auditeurs, conseils, experts-comptables...

Pour toute information complémentaire, vous pouvez utilement consulter notre site :

www.afic.asso.fr



NOTES





Le capital
investissement

Association Française des
**INVESTISSEURS
EN CAPITAL**

14, rue de Berri - 75008 Paris
Tél : 01 47 20 99 09 - Fax : 01 47 20 97 48
Site web : www.afic.asso.fr
E-mail : info@afic.asso.fr