

Lettre d'information 123Venture

n o v e m b r e 2 0 0 6



Olivier Goy
Président du directoire

Edito

123Venture, un investisseur actif en capital-risque

Selon l'indicateur Chausson Finance, 123Venture fait partie, avec 9.9 M€ investis au cours du 1^{er} semestre 2006, des 15 capital-risqueurs les plus actifs en France.

123Venture participe également à 2 des 10 plus importants dossiers de capital-risque réalisés cette année en France : le financement de la société de biotechnologie Novagali (25 M€) et de Netsize, spécialiste des applications pour la téléphonie mobile (13 M€).

Au-delà de ces chiffres, nous retenons pour notre part l'excellente diversification de nos investissements, puisque, grâce à la multi-gestion, les fonds d'123Venture ont participé au financement de 22 entreprises au cours du premier semestre !

Construire un portefeuille diversifié aux participations complémentaires reste notre objectif n°1. Il faut ensuite accompagner ces sociétés pendant au moins trois ans pour optimiser leur potentiel de valorisation lors de la cession. Ceci impose d'être patient. Ainsi, même si les résultats de la diversification ne peuvent être spectaculaires sur le court terme, nous sommes plus que jamais convaincus que cette stratégie reste le meilleur moyen de protéger vos actifs contre les baisses brutales ou les effets de mode.

Bonne lecture,
Olivier Goy

Dossier

FCPI / FIP : Comment lire une performance ?

En contrepartie des avantages fiscaux accordés aux FCPI et aux FIP, ces derniers doivent investir une partie de leurs actifs dans des sociétés non cotées sur les marchés financiers.

Ces sociétés ne répondant pas aux mêmes règles de valorisation que les sociétés cotées, il n'est pas possible de comparer les FCPI et les FIP avec des fonds actions traditionnels. Il est même devenu pratiquement impossible de comparer des FCPI et des FIP entre eux, tant les changements législatifs sont venus modifier les règles d'investissement et de valorisation.

Alors, comment sont valorisés les FCPI et les FIP ? Comment comparer les FCPI et FIP entre eux ?
suite en page 2...

Actualité

La mezzanine, nouvel outil d'intervention pour les FIP d'123Venture

Depuis la création des Fonds d'Investissement de Proximité (FIP) en 2003, les particuliers disposent d'un véhicule pour investir dans des PME non cotées matures en phase de transmission, dans les fameuses opérations de "LBO".

Pour rappel, le principe du LBO consiste à acheter une entreprise cible via une société holding, qui va s'endetter pour réaliser l'opération. Un acquéreur peut ainsi acheter une société cible valant 100 avec un apport en capital de seulement 20 ou 30.

Dans ce processus d'acquisition, 123Venture, à travers ses FIP, intervient en général en capital, en achetant des actions de la holding. Aujourd'hui, 123Venture innove et diversifie ses modes d'intervention en assurant le financement de la dette mezzanine lors de la reprise de la société Laporte. Pour plus de détails sur ce mode de financement et ses avantages, *rendez-vous en page 3...*

Lancement des millesimes 2006

123Venture annonce le lancement de ses deux nouveaux fonds, le FCPI 123MultiNova IV et le FIP 123Expansion II. Une nouvelle sélection de gérants non cotés et cotés vous permet de réduire vos impôts et votre risque tout en diversifiant votre patrimoine.

Comme pour les millésimes précédents, 123Venture reste fidèle à une stratégie d'investissement unique : la multi-gestion. Les fonds gérés par 123Venture s'appuient en effet sur plusieurs sociétés de gestion complémentaires présentant un long historique de performances auprès d'investisseurs institutionnels.

Parmi les nouveaux entrants, signalons TCR Capital (gérant de LBO / FIP 123Expansion II), Partech International (gérant de capital-risque / FCPI 123MultiNova IV) ou encore Edmond de Rothschild Investment Partners (gérant en Science de la Vie / FCPI 123MultiNova IV).



FCPI/FIP : Comment lire une performance ?

Pour bien comprendre comment se valorise un FCPI ou un FIP et pour une bonne lecture des performances, il est indispensable de revenir sur les règles de valorisation des sociétés non cotées et sur les évolutions législatives.

Règles de valorisation de la partie non cotée

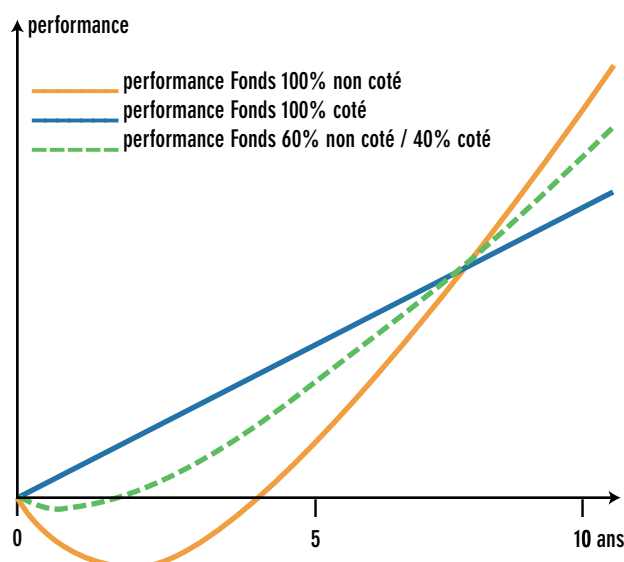
Depuis 1 an, les titres des sociétés non cotées doivent être évalués selon la méthode dite de "Juste Valeur", conformément aux évolutions des normes comptables internationales. Cette méthode consiste à évaluer la "valeur d'échange" d'une participation comme si elle devait être cédée à l'instant T, à l'aide de méthodes telles que les multiples de résultat, l'actif net, l'actualisation des flux de trésorerie ou les comparables boursiers.

Cependant, et plus particulièrement dans le cas de sociétés en forte croissance, telles qu'on peut les trouver dans des portefeuilles de FCPI, il peut être très délicat de trouver une méthode pertinente de revalorisation de la ligne. En effet, comment trouver une société cotée "comparable" quand la décision initiale de financer une société repose justement sur le caractère unique de son innovation ? De la même manière, on ne peut pas prendre comme référence un multiple du résultat pour une société qui n'est pas encore rentable !

Par conséquent, très fréquemment, les règles de valorisation effectivement retenues reposent sur des principes de prudence qui consistent :

- à ne pas prendre en compte les plus-values latentes avant la sortie. Ainsi, même si une société s'est largement développée, elle est toujours valorisée à son coût d'acquisition lors du calcul de la valeur liquidative ;
- à prendre en compte les moins values latentes. Ainsi, en cas de difficulté rencontrée par une société (départ d'un dirigeant, changement de la situation de marché, non respect du plan de développement...), une dépréciation sur le prix d'acquisition ou une réduction de la valeur retenue lors de la dernière évaluation est opérée.

En conclusion, il apparaît que la performance de la partie investie dans des sociétés non cotées est généralement négative les premières années – à savoir pendant la période d'investissement –, pour devenir fortement positive à partir de la 4/5^{ème} année, lors de la vente des premières participations. On parle ainsi de "Courbe en J". En revanche, la partie des FCPI et des FIP investie dans des sociétés cotées est valorisée, quant à elle, en prenant le dernier cours de bourse connu au jour du calcul de la valeur liquidative.



Evolutions législatives des FCPI

A leur création en 1997, les FCPI avaient pour obligation d'investir au minimum 60% de leur actif dans des sociétés 1) non cotées et 2) innovantes. La règle d'évaluation prudente s'appliquait donc à tous les FCPI sur au moins 60% du fonds.

En 2002, un changement législatif a supprimé la contrainte d'investir dans des sociétés non cotées, et seule la contrainte de l'innovation a été maintenue. Ainsi, les FCPI lancés à partir de 2002 ont pu investir jusqu'à 100% de leur actif dans des sociétés cotées : 60% de sociétés cotées innovantes et 40% de sociétés cotées traditionnelles. L'avantage de cette stratégie étant de pouvoir valoriser l'intégralité du fonds à la valeur de marché et de ne plus subir la "courbe en J" propre aux investissements non cotés. En revanche, cela présente l'inconvénient d'être complètement corrélé aux marchés financiers.

En 2005, le législateur, ayant constaté que les FCPI ne remplissaient plus leur objectif initial – financer des sociétés non cotées –, a souhaité corriger cette dérive en modifiant une nouvelle fois les règles du jeu. Désormais, l'actif d'un FCPI doit être composé au minimum de 40% de sociétés non cotées innovantes.

Conclusion sur la comparaison des performances

Aux vues des règles de valorisation et des changements législatifs, il apparaît difficile de comparer des FCPI entre eux.

En effet, la valeur liquidative d'un fonds va dépendre de la stratégie retenue par le gérant. Plus le fonds aura une part importante de son actif investie dans des sociétés non cotées et plus sa valeur liquidative – donc sa performance – va subir la "courbe en J" les premières années.

Au contraire, un fonds qui aurait fait le choix d'investir la majeure partie de son actif sur des sociétés cotées ne va pas subir cette "courbe en J" et sera donc exposé aux variations des marchés sur 100% du fonds. Ainsi, si les marchés sont haussiers, sa performance sera mécaniquement plus importante à court terme. En revanche, si les marchés se retournent, il subira la baisse de façon plus importante.

Avant de comparer des FCPI ou des FIP entre eux, il est donc recommandé de bien regarder la composition de leur actif afin de comprendre comment s'est construite la performance. Sachez enfin qu'une performance se construit sur le long terme et que c'est seulement au bout de 8 ans que l'on connaît la véritable performance d'un FCPI ou d'un FIP !



Tout savoir sur la mezzanine

La dette mezzanine est un outil de financement utilisé lors de montages financiers de type LBO (Leveraged Buy Out).

Panorama sur le financement d'un LBO

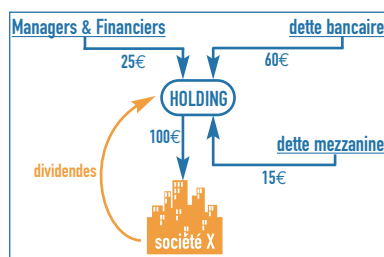
Le principe du LBO est de racheter une entreprise cible via une société holding qui va s'endetter pour réaliser l'opération. La société holding remboursera ensuite la dette grâce aux dividendes versés par la société cible.

Dans ce processus d'acquisition, le repreneur cherche à maximiser l'effet de levier financier (ratio : dette/fonds propres) afin d'augmenter la rentabilité des capitaux propres qu'il a investi. Pour cela, il dispose de deux types de financement : la dette senior et la dette mezzanine.

La dette senior correspond à l'emprunt bancaire classique. Elle permet de financer une acquisition pour un coût relativement limité. En contrepartie, le risque pris par le banquier est également modeste et le repreneur se voit souvent imposer des contraintes dans la gestion de sa société.

Dès lors, pour financer une acquisition tout en maximisant le taux de rentabilité des capitaux propres investis, il est utile d'avoir recours à un autre type de financement : la dette mezzanine.

Les spécificités de la dette mezzanine



La dette mezzanine est un financement subordonné ce qui signifie que le principal du prêt mezzanine ne sera remboursé que lorsque le prêt senior aura lui-même été remboursé. Elle présente une rentabilité plus élevée que la dette senior et se décompose comme suit :

- un paiement trimestriel d'intérêts au taux Euribor + 600/800 points de base,
- un paiement d'intérêts "PIK" (Payment-in-Kind), capitalisés et payés à terme,
- un accès au capital de la cible (via des bons de souscription d'actions ou des obligations convertibles)

Ces trois éléments permettent au "mezzaneur" d'atteindre une rentabilité globale d'environ 12 à 16% par an.

Conclusion

Le financement mezzanine est donc un financement "hybride", à mi-chemin entre le financement en fonds propres et la dette bancaire.

La dette mezzanine permet ainsi :

- à l'investisseur financier de profiter d'effets de levier au-delà de ce que les banques acceptent de prêter grâce à un financement en quasi fonds propres, en contrepartie d'une rémunération plus élevée de cette dette
- à l'investisseur en "mezzanine" d'optimiser le couple risque / rentabilité. Ce financement hybride présente un risque plus faible que celui des actions et des perspectives de rentabilité plus fortes que celles de la dette.

Ce mode d'intervention, qui n'est possible que sur des sociétés déjà rentables, correspond donc parfaitement aux objectifs de gestion de nos FIP, qui visent des investissements au risque maîtrisé dans des PME établies.

Exemple de dossier de mezzanine



Groupe Laporte
Fabricant de panneaux de signalisation routière
Date de création : 1931
Chiffre d'affaires : 23,6 M€

Présent depuis plus de 75 ans sur le marché de la signalisation routière, le groupe Laporte fabrique et commercialise des panneaux routiers.

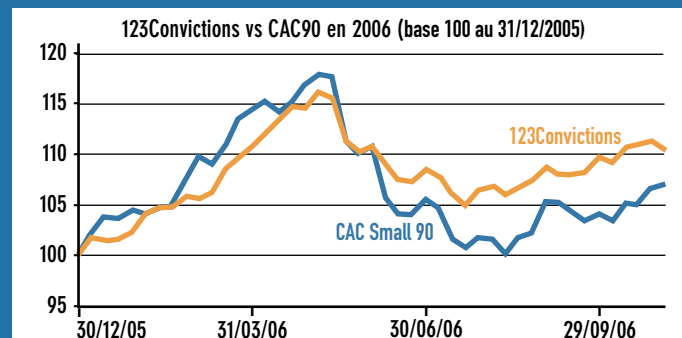
Avec un chiffre d'affaires de 23,6 M€ et un excédent brut d'exploitation de 4,5 M€, le groupe Laporte occupe actuellement la cinquième position sur le marché français.

123Venture a participé à la reprise de l'entreprise en LBO (rachat avec effet de levier), aux côtés d'Acto, société de gestion de capital-investissement de Groupama, et de BNP Paribas, qui a mis en place la dette d'acquisition. Dans cette transaction, 123Venture, pour le compte du fonds 123Expansion et de ses clients en gestion sous mandat, a investi 3 M€ sous forme de dette mezzanine.

A retenir Laporte est une PME solide et rentable. Le risque d'échec pris en investissant dans Laporte est intuitivement moins important qu'en investissant dans des entreprises plus jeunes qui tentent de se lancer sur des marchés en forte croissance (cf. exemple de Tracit en page 4).



123Convictions : objectifs réussis



123Convictions, géré par la Financière de l'Echiquier et 123Venture, a pour objectif d'offrir aux souscripteurs une exposition aux valeurs moyennes européennes cotées et non cotées.

Cette approche mixte entre actifs cotés et non cotés permet de profiter des performances du capital investissement tout en bénéficiant d'une liquidité hebdomadaire.

Le premier trimestre a permis au FCP 123Convictions de profiter du très bon démarrage des petites valeurs françaises présentes dans le fonds.

De leur côté, les valeurs dites "non cotées" ont profité d'un très bon second trimestre en terme de réalisation de leurs investissements (Eurazeo et Candover en font partie), qui a permis de compenser le trou d'air sur les petites valeurs traditionnelles. Cet exemple illustre parfaitement la faible corrélation entre ces deux types de valeurs.

Au final, 123Convictions surperforme depuis de début de l'année son indice, le tout avec une volatilité moindre (7,65 Vs 12,43).

Les fausses contraintes du FIP

News 123Venture



par Richard Allanic
Directeur des Investissements chez 123Venture
Membre de la commission FIP de l'AFIC

Vous connaissez les FCPI pour alléger l'impôt de vos clients. Comme vous le savez, vous disposez aujourd'hui d'un outil supplémentaire pour réduire l'imposition de vos clients : les FIP (Fonds d'Investissement de Proximité). Créés fin 2003, les FIP font parfois encore l'objet de quelques "idées reçues" concernant les contraintes imposées par le législateur. Richard Allanic revient sur ces "prétendues" contraintes de gestion.

"Le FIP doit investir 60% de son actif dans des PME basées dans trois régions européennes limitrophes. Le champ d'investigation n'est-il pas trop restreint pour diversifier suffisamment son portefeuille ?"

RA *Le critère régional n'est qu'une "demi-contrainte" : tout dépend en réalité du "trio" de régions sélectionnées, capital dans le potentiel du FIP. Nous avons opté pour l'Île-de-France, la Bourgogne et la région Rhône-Alpes. Notre sélection s'est portée sur ces régions pour quatre raisons simples : en nombre d'opérations, ces trois régions concentrent plus de 60% des investissements réalisés en France¹. En terme de montants investis, elles représentent plus de 85% des investissements réalisés². De plus, sur les 2,5 millions d'entreprises existant en France, 1/3 d'entre elles se situent dans l'une de ces trois régions³. Enfin, sur 10 entreprises créées en France en 2006, 4 ont établi leur siège social dans notre "trio"⁴. Pour ces raisons, nous considérons que les régions Île-de-France, Bourgogne et Rhône-Alpes disposent d'une vitalité économique et d'un vivier de PME tout à fait prometteur.*

"Le FIP doit investir 60% de son actifs dans des PME de moins de 250 salariés et réalisant moins de 50 M€ de chiffre d'affaires. Trouve-t-on suffisamment de sociétés intéressantes répondant à ce double critère ?"

RA *Bien sûr, il suffit pour s'en convaincre de regarder le nombre d'opérations de financement réalisées chaque année : 80%⁵ des entreprises financées réalisent un chiffre d'affaires inférieur à 50 M€ et 75%⁶ d'entre elles comptent moins de 250 salariés. Ainsi, plus de 3 opérations sur 4 peuvent être financées par un FIP, qui est donc un véhicule d'investissement parfaitement adapté au marché de la transmission d'entreprise. Ce marché est d'ailleurs appelé à se développer : en effet, entre 700 000 et 900 000 entreprises devraient changer de main dans les quinze prochaines années⁷. De belles années pour nos FIP en perspective !*

"Les FIP ont été créés il y a trois ans. Ne manque-t-on pas de recul en terme de performance pour juger ces fonds ?"

RA *Tout dépend ce que l'on considère. Si l'on prend en compte le FIP en tant que nouvelle enveloppe fiscale, il est évident que leur récente mise en place ne permet pas de juger de leurs performances. En revanche, si l'on considère le mode de financement visé par le FIP, à savoir la transmission de PME, il faut savoir que c'est un métier qui est exercé par certains gérants depuis plus de 20 ans. A titre d'exemple, LBO France, gérant de notre FIP 123Expansion II, est présent sur le marché de la transmission d'entreprise depuis 23 ans ! L'équipe a déjà investi dans plus de 63 sociétés pour une valeur d'entreprise de plus de 10 Mds€, le tout avec des performances de premier plan !*

1, 2 Etude menée par l'AFIC (2006)
3 Etude menée par l'INSEE (2005)
4 Etude menée par l'APCE (2006)
5, 6 Etude menée par l'AFIC et Price Waterhouse Cooper (2006)
7 Etude menée par Uséo Anvar (2005)

Histoire d'une réussite

Le FCPI 123MultiNova vient de signer sa deuxième sortie en cédant la société TraciT Technologies au groupe Soitec.

Soitec, coté sur le compartiment B de la Bourse de Paris, est le n°1 mondial de la production et de la commercialisation de plaques de silicium sur isolant (SOI) destinées à l'industrie des semi-conducteurs. Soitec a acquis l'intégralité des actions composant le capital de la société TraciT Technologies.

Basée à Grenoble, TraciT est une société spécialisée dans la fabrication de produits pour les applications dans les domaines de la gestion de l'énergie et des micro-systèmes. Cette prise de participation avait été réalisée en novembre 2003 aux cotés de notre délégué, ACE Management.

Une belle plus-value à la clé pour nos souscripteurs, avec un impact positif sur la valeur liquidative du FCPI 123Multinova de plus de 4%.

Lancement réussi de l'offre de mandat de gestion de capital-investissement

123Venture a lancé en début d'année une activité de gestion sous mandat adaptée à des particuliers ayant une volonté d'investir dans le non coté au delà des simples FCPI ou FIP.

L'objectif est d'offrir, à partir de 200.000 € d'engagements, un accès simplifié aux meilleurs fonds de capital-investissement, normalement inaccessibles aux souscripteurs particuliers.

> Ces mandats reposent sur une stratégie d'investissement personnalisée et définie avec le client.

> 123Venture sélectionne des fonds de capital-investissement européens et américains selon des critères de qualité stricts et se charge de l'ensemble du processus d'audit, de souscription et de suivi des investissements réalisés. Les mandats peuvent également inclure des opportunités de co-investissement en direct dans des sociétés non cotées.

La gestion sous mandat en capital-investissement proposée par 123Venture est une offre unique en France et permet d'offrir aux clients les plus exigeants un service différenciant.