

2005

RAPPORT

SUR LA PERFORMANCE DU

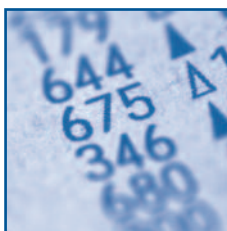
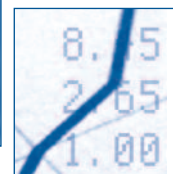
CAPITAL INVESTISSEMENT

EN FRANCE

Association Française des

**INVESTISSEURS
EN CAPITAL**

SOMMAIRE



**RAPPORT
SUR LA
PERFORMANCE
DU CAPITAL
INVESTISSEMENT
EN FRANCE -
ANNÉE 2005**

AVANT PROPOS	2
1. Présentation de l'étude	2
SYNTHÈSE DE L'ÉTUDE	3
1. Principaux résultats de l'étude sur le TRI brut	3
2. Conclusion	4
ÉTUDE SUR LE TRI BRUT	5
1. Méthodologie de l'étude sur le TRI brut	5
2. Représentativité de l'étude sur le TRI brut	5
PERFORMANCE DU CAPITAL INVESTISSEMENT PAR ANNÉE	6
1. Evolution du TRI brut par année d'investissement (Vintage Year)	6
2. Evolution du TRI brut par année d'investissement et par type d'investissement	7
PERFORMANCE SUR LES 5 DERNIÈRES ANNÉES D'INVESTISSEMENT (2001-2005)	9
1. TRI brut des investissements cumulés réalisés depuis 2001, mesuré au 31/12/2005 (ensemble des répondants)	9
2. TRI brut des investissements cumulés réalisés depuis 2001, mesuré au 31/12/2005 (périmètre comparable)	10
PERFORMANCE SUR LES 10 DERNIÈRES ANNÉES D'INVESTISSEMENT (1996-2005)	11
1. TRI brut des investissements cumulés réalisés depuis 1996, mesuré au 31/12/2005 (ensemble des répondants)	11
2. TRI brut des investissements cumulés réalisés depuis 1996, mesuré au 31/12/2005 (périmètre comparable)	12
3. Dispersion de la performance	13
3.1 Dispersion de la performance par décile	13
3.2 Dispersion de la performance par décile et par type d'investissement	14
3.3 Dispersion de la performance par quartile et par structure	16
3.4 Dispersion de la performance en nombre de lignes et en montants investis	17
3.5 Dispersion de la performance par type d'investissement	18
4. Performance par secteur d'activité	19
5. Taux de retour sur les mises initiales	20
5.1 Multiple réalisé pour les investissements cédés par rapport aux montants investis	20
5.2 Multiple réalisé par type d'investissement	21
6. Provisions et pertes	22
6.1 Pourcentage en nombre de lignes	22
6.2 Pourcentage en montants investis	22
6.3 Pourcentage des investissements valorisés ou cédés en dessous de leur prix de revient par année d'investissement	23
6.4 Pourcentage des investissements valorisés ou cédés en dessous de leur prix de revient par année d'investissement pour le Capital Transmission / LBO	24
6.5 Pourcentage des investissements valorisés ou cédés en dessous de leur prix de revient par année d'investissement pour le Capital Développement	25
6.6 Pourcentage des investissements valorisés ou cédés en dessous de leur prix de revient par année d'investissement pour le Capital Risque	26
7. Durée moyenne de détention	27
7.1 Répartition des investissements en fonction de la durée de détention	27
7.2 Performance et durée de détention	30
PERFORMANCE EN FONCTION DU STATUT DU FONDS	31
1. Performance à 10 ans (à base comparable)	31
2. Performance à 5 ans (à base comparable)	31
RENTABILITÉ DU CAPITAL INVESTISSEMENT ET INDICES DE RÉFÉRENCE	32
ANNEXES	33
Annexe 1 - Méthodologie	33
Annexe 2 - Lexique	33
Annexe 3 - Liste des membres ayant participé à l'étude	34
Annexe 4 - Présentation de l'AFIC et de Ernst & Young	35



AVANT-PROPOS



PRÉSENTATION DE L'ÉTUDE RÉALISÉE PAR ERNST & YOUNG ET L'AFIC

L'**AFIC**, Association Française des Investisseurs en Capital, a été créée en juillet 1984. Organisme indépendant, régie par la Loi de 1901, elle contribue à la professionnalisation et au développement du Capital Investissement, favorise les rencontres entre entrepreneurs à la recherche de financement et partenaires financiers et promeut le Capital Investissement auprès des investisseurs institutionnels et privés.

Elle agit au nom de l'ensemble des professionnels qu'elle représente, quels que soient les structures utilisées, les segments de marchés couverts et les stratégies d'investissement mises en œuvre.

A ce titre, l'**AFIC** mène conjointement avec **Ernst & Young** une étude sur la mesure de la performance du Capital Investissement en France.

Les investissements pris en compte ne recouvrent que les investissements de type actions et obligations convertibles.

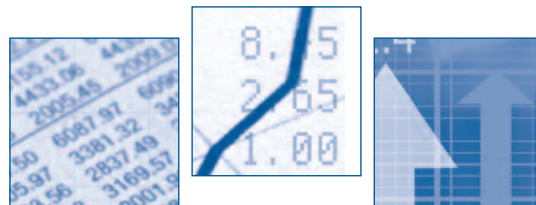
L'étude a été menée auprès de l'ensemble des membres de l'AFIC. Les résultats communiqués sont directement issus du traitement des questionnaires qu'ils ont remplis. Le rôle de Ernst & Young a été limité à la collecte de cette information et à son traitement. Aucune vérification concernant l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information communiquée n'a donc été réalisée.

Ernst & Young et l'AFIC remercient vivement l'ensemble des participants pour le temps et les efforts constructifs qu'ils ont consacrés à la réalisation de cette étude.

Contact Ernst & Young :
Hervé Jauffret
Philippe Blanadet

Contact AFIC :
Dominique Nicolas
Grégory Sabah

SYNTHÈSE DE L'ÉTUDE



1. PRINCIPAUX RÉSULTATS DE L'ÉTUDE SUR LE TRI BRUT

→ Performance du Capital Investissement par année d'investissement

La performance brute représentative de l'ensemble du Capital Investissement en France, mesurée au 31 décembre 2005 pour chaque année de réalisation des investissements, reste élevée jusqu'en 1998.

Elle connaît par la suite une baisse sur la période 1999 – 2000 au moment de l'éclatement de la bulle Internet, pour remonter à partir de 2001.

Cette reprise se confirme avec le millésime 2002 qui marque le retour à des niveaux de performances élevées, en constante progression comme le démontrent les millésimes 2003 et 2004.

Cette évolution s'explique principalement par l'amélioration des performances dans le Capital Transmission / LBO dont le poids dans les investissements réalisés ne cesse de se renforcer.

→ Performance du Capital Investissement sur les cinq dernières années

Sur 5 ans, le TRI brut 2005 s'élève à 19,5 %, contre 12,1 % pour l'étude 2004, progressant ainsi de 7,4 points à périmètre complet de répondants.

A périmètre comparable de répondants, cette amélioration se confirme avec une performance en hausse de 7,8 points. Le TRI brut 2005 s'établit ainsi à 20,2 % contre 12,4 % pour l'étude 2004.

Les performances sur les investissements cédés se maintiennent à un niveau élevé, à 41,7 %, et la valorisation des lignes en portefeuille marque une nette progression, de l'ordre de 5 points, passant ainsi de 9,5 % (Etude 2004) à 14,5 % (Etude 2005) à périmètre complet de répondants (Cf. annexe III – TRI brut) et de 9,9 % (Etude 2004) à 15,1 % (Etude 2005) à périmètre comparable.

Les deux analyses (à périmètre complet et à périmètre comparable de répondants) soulignent la bonne tenue de la performance du Capital Transmission / LBO qui apparaît comme le moteur incontesté de la croissance du Capital Investissement en France aussi bien sur les sorties que sur les lignes en portefeuille. Le rendement du Capital Développement poursuit également sa progression avec une performance en hausse de 0,7 point sur base complète de répondants et de 0,3 point à périmètre comparable. La performance du Capital Risque, bien qu'encore légèrement négative, connaît la plus forte progression, en hausse de 13,9 points que ce soit sur une base complète de répondants ou à périmètre comparable.

→ Performance du Capital Investissement sur les dix dernières années

A fin 2005, le TRI brut des investissements cumulés sur 10 ans s'établit à 18,2 %, en progression de 1,9 point par rapport à celui de l'étude 2004. Cette amélioration s'explique principalement par :

- une revalorisation sensible des lignes en portefeuille, à près de 10 %,
- le maintien d'un niveau élevé de performance sur les cessions, proche de 30 %,

- une pondération des sorties plus favorable puisque celles-ci représentent 29,5 % des montants investis dans le cadre de l'étude 2005 contre 28,3 % dans l'étude 2004 (en hausse de 1,2 point entre les deux études).

A périmètre identique de répondants entre les études 2004 et 2005, l'amélioration de la performance se confirme. Le TRI brut des investissements cumulés sur 10 ans s'élève ainsi à 18,8 %, en hausse de 2,1 points par rapport à celui de l'étude 2004.

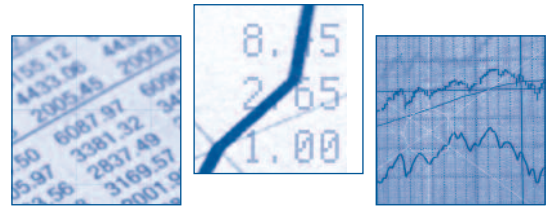
Une analyse du taux de retour sur la mise initiale au cours des 10 dernières années montre que les investisseurs ont réalisé un multiple moyen de 2,0 sur les investissements cédés. Ils récupèrent plus que leur mise initiale dans environ 62 % des cas et leur multiple est supérieur à 2 dans 29,4 % des cas.

2. CONCLUSION

Les résultats de l'étude sur la performance brute sont principalement marqués par les éléments suivants :

- sur 10 ans, les cinq dernières années représentent environ 64 % des montants investis. Ceci témoigne de la montée en puissance de la profession depuis 2001,
- l'amélioration de la performance sur 5 ans (+ 7,4 points) est tirée par la bonne tenue du Capital Transmission / LBO et le redressement du Capital Risque ; cette tendance se confirme avec la performance brute à 10 ans qui progresse de 1,9 point,
- en 2005, les cessions ont continué à s'effectuer dans des conditions favorables, contribuant ainsi à la bonne tenue des performances sur 10 ans. Le TRI brut des investissements cédés est de 29,5 % sur la base de l'ensemble des répondants et de 30,2 % à périmètre comparable,
- le Capital Investissement a réussi à maintenir des performances solides surtout au regard de la performance d'autres classes d'actifs. Sur 10 ans, le Capital Transmission / LBO ressort comme le moteur de la croissance de la profession.

ÉTUDE SUR LE TRI BRUT



1. MÉTHODOLOGIE DE L'ÉTUDE SUR LE TRI BRUT

Les performances ci-dessous sont exprimées en taux de rentabilité interne brut ("TRI brut") c'est-à-dire hors déduction des frais de gestion, de l'intéressement des gestionnaires (carried interest) et de l'impact de la trésorerie.

Les TRI bruts ont été calculés sur une base annuelle, en prenant en compte l'ensemble des lignes d'investissement réalisées au cours des seules dix dernières années (1996-2005).

2. REPRÉSENTATIVITÉ DE L'ÉTUDE SUR LE TRI BRUT

Les investissements étudiés portent sur 22,0 milliards d'euros et représentent près de 68 % de l'ensemble des investissements faits en France par des acteurs français au cours des dix dernières années.

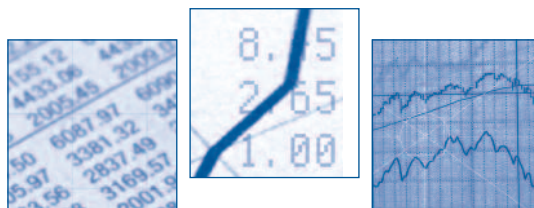
(MONTANTS EN M€)	NOMBRE DE LIGNES	MONTANTS INVESTIS TOTAUX	MONTANTS INVESTIS SUR LIGNES EN PORTEFEUILLE	MONTANTS INVESTIS SUR LIGNES SORTIES DU PORTEFEUILLE
Capital Risque	2 274	3 314	2 342	972
Capital Développement	1 985	3 998	2 200	1 798
Capital Transmission/LBO	1 695	14 000	10 496	3 504
Autres	308	726	505	221
Total	6 262	22 038	15 542	6 495

Source : Ernst & Young - AFIC

La classification par nature d'investissement (Capital Risque, Capital Développement et Capital Transmission / LBO) a été déterminée pour chaque investissement. La définition des différentes catégories est rappelée en annexe.

L'échantillon des participants n'a cessé de croître sur les quatre dernières années : 241 fonds ou sociétés d'investissement correspondant à 97 structures ont participé à l'enquête 2005 contre 216 fonds et 90 structures pour l'étude 2004.

PERFORMANCE DU CAPITAL INVESTISSEMENT PAR ANNÉE

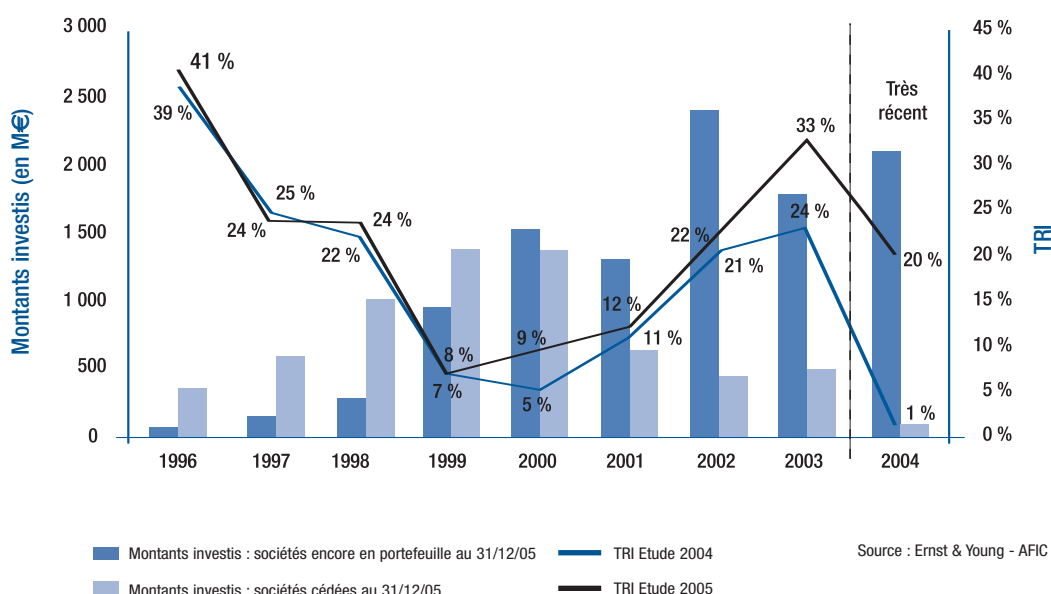


1. ÉVOLUTION DU TRI BRUT PAR ANNÉE D'INVESTISSEMENT (VINTAGE YEAR)

Le diagramme ci-dessous donne la rentabilité des investissements, par année de réalisation (millésime), mesurée au 31 décembre 2005.

Le TRI brut des investissements réalisés en 1996 correspond aux nouveaux investissements effectués en 1996 et aux refinancements effectués par la suite. Ainsi, le TRI brut des investissements réalisés en 1996 et mesuré au 31 décembre 2005 s'élève à 41 %.

TRI par année d'investissement



Les TRI bruts mesurés au 31 décembre 2005, pour chaque année de réalisation des investissements, restent élevés jusqu'en 1998 avant de se tasser en 1999 et 2000 du fait notamment de l'impact de l'éclatement de la bulle Internet. Le millésime 2001 marque le début d'un net redressement qui se confirme avec les millésimes 2002 et 2003.

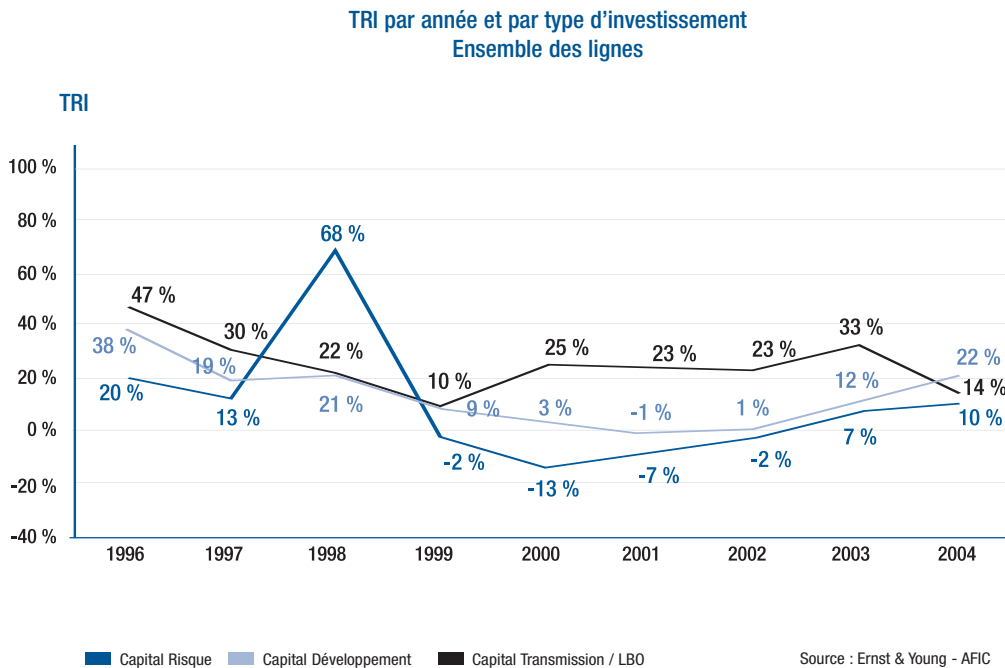
Les TRI bruts des millésimes les plus récents (2000 à 2003) atteignent des niveaux supérieurs à ceux mesurés l'année dernière. Ceci s'explique principalement par l'amélioration des performances dans le Capital Transmission / LBO dont le poids dans les investissements réalisés ne cesse de se renforcer.

L'amélioration significative de la performance constatée sur le millésime 2004 (essentiellement constitué de lignes en portefeuille) par rapport à l'année dernière traduit une anticipation de sorties favorables sur les investissements les plus récents.

Cette anticipation reste cependant en retrait par rapport à celle du millésime 2003, du fait notamment de la prudence des acteurs dans la valorisation de leurs investissements les plus récents.

2. ÉVOLUTION DU TRI BRUT PAR ANNÉE D'INVESTISSEMENT ET PAR TYPE D'INVESTISSEMENT

Le tableau ci-dessous donne la rentabilité des investissements, par année de réalisation (millésime), mesurée au 31 décembre 2005, pour les trois types d'investissement : Capital Risque, Capital Développement et Capital Transmission / LBO.



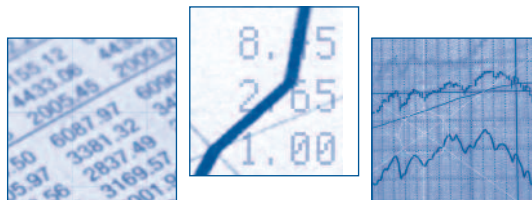
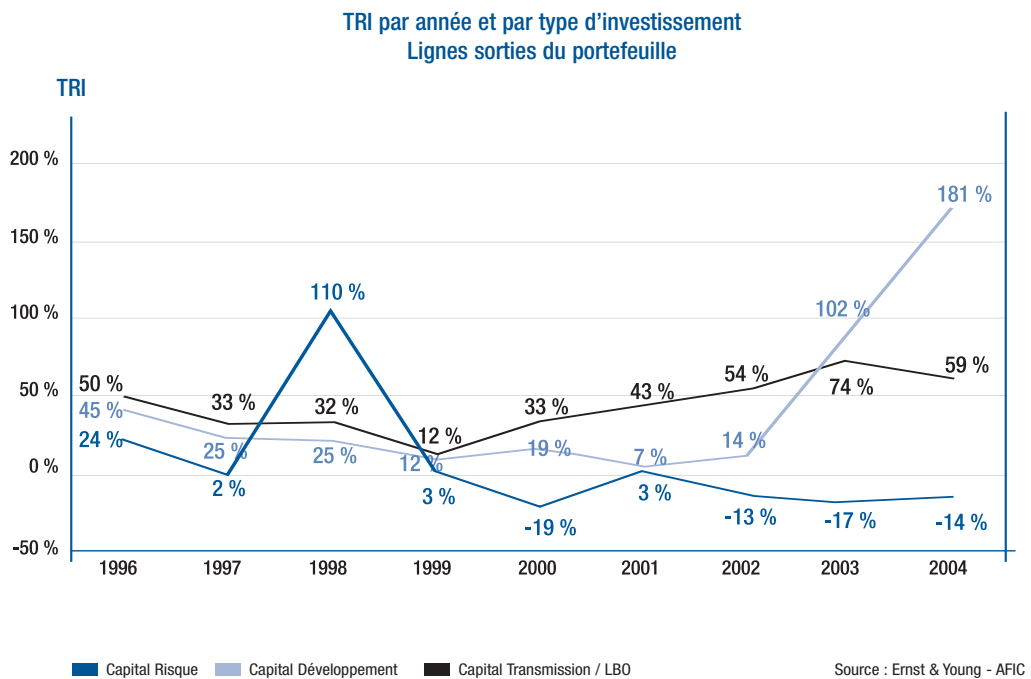
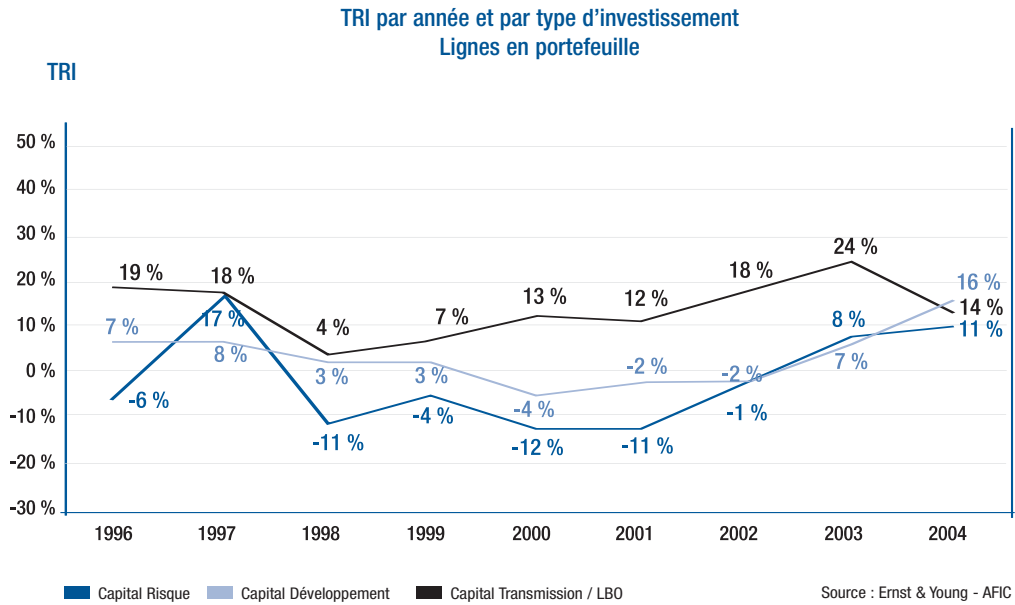
Le détail du TRI brut par année et par type d'investissement illustre le rôle moteur joué par le Capital Transmission / LBO dans la performance du Capital Investissement en France, notamment au sortir de la crise Internet.

A l'exception du millésime 2004 dont la performance reflète la prudence des acteurs du Capital Transmission dans la valorisation de leurs lignes les plus récentes, le Capital Transmission / LBO affiche des performances comprises entre 23 % et 33 % pour les millésimes 2000 à 2003 et se positionne à un niveau nettement supérieur aux meilleurs millésimes des acteurs du Capital Développement et du Capital Risque.

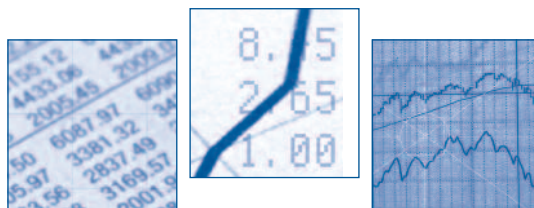
Le millésime 2004 confirme l'amélioration de la performance du Capital Développement initiée en 2002.

Le Capital Risque confirme également son redressement. La performance du millésime 2004 s'élève à 10 % et progresse par rapport à 2003. A titre de rappel, les millésimes 1999 à 2002 affichaient des performances quasi-nulles ou négatives.

En approfondissant l'analyse précédente et en distinguant les investissements en portefeuille de ceux cédés, il en ressort des niveaux de rentabilité contrastés sur les cessions réalisées en 2004. Cependant, cela n'affecte que marginalement la tendance générale commentée précédemment, les montants n'étant pas très significatifs.



PERFORMANCE SUR LES 5 DERNIÈRES ANNÉES D'INVESTISSEMENT (2001-2005)



1. TRI BRUT DES INVESTISSEMENTS CUMULÉS RÉALISÉS DEPUIS 2001, MESURÉ AU 31/12/2005, À PÉRIMÈTRE COMPLET DE RÉPONDANTS

TRI À 5 ANS (Montants en M€)	TOTAL			EN PORTEFEUILLE			SORTIES DE PORTEFEUILLE		
	Montants Investis/ Nombre de lignes	TRI 2005	TRI 2004	Montants Investis/ Nombre de lignes	TRI 2005	TRI 2004	Montants Investis/ Nombre de lignes	TRI 2005	TRI 2004
TRI Global	14 156 3 101	19,5 %	12,1 %	12 480 2 625	14,5 %	9,5 %	1 676 476	41,7 %	23,1 %
Capital Risque	1 533 1 204	-0,9 %	-14,8 %	1 334 1 016	-1,1 %	-13,3 %	199 188	0,0 %	-26,5 %
Capital Développement	1 536 806	6,4 %	5,7 %	1 360 670	4,1 %	1,4 %	176 136	24,2 %	18,0 %
Capital Transmission/LBO	10 750 938	25,6 %	20,4 %	9 479 811	19,2 %	16,9 %	1 271 127	51,0 %	35,2 %
Autres	337 153	10,8 %	8,5 %	307 128	11,0 %	6,2 %	30 25	9,7 %	19,4 %

Source : Ernst & Young - AFIC

Le tableau ci-dessus ne vise que les sociétés acquises depuis 2001, sorties ou encore en portefeuille au 31 décembre 2005. Il prend en compte l'ensemble des répondants à l'étude 2005.

A fin 2005, le TRI brut des investissements cumulés de 2001 à 2005 s'élève à 19,5 % contre 12,1 % pour le TRI des investissements réalisés entre 2000 et 2004, mesuré à fin 2004, soit une progression de 7,4 points.

L'amélioration de la performance à 5 ans s'explique par :

- une revalorisation des entreprises en portefeuille (TRI sur les entreprises en portefeuille en hausse de 5 points par rapport à l'étude 2004), du fait d'un contexte économique favorable et d'une activité soutenue dans le Capital Investissement,
- de meilleures performances sur les entreprises sorties de portefeuille (TRI sur les sorties en hausse de 18,6 points par rapport à l'étude 2004).

Le TRI global est essentiellement tiré par le Capital Transmission / LBO dont la performance en 2005 progresse de 5,2 points par rapport aux résultats obtenus en 2004 et se positionne à un niveau supérieur à la moyenne de la profession. L'impact est d'autant plus significatif que le Capital Transmission / LBO représente près de 76 % des montants investis sur la période.

Le Capital Développement a, de la même manière que le Capital Transmission / LBO mais dans des proportions moindres, enregistré une progression de sa performance de 0,7 point, liée aussi bien aux lignes sorties de portefeuille (en hausse de 6,2 points) qu'à celles encore en portefeuille (en hausse de 2,7 points).

Le Capital Risque, bien qu'encore négative cette année, est le segment qui connaît la plus forte progression en terme de performance puisque le TRI augmente de 13,9 points par rapport à l'étude 2004 et ce, aussi bien sur les lignes cédées que sur celles encore en portefeuille. Cette amélioration marque le redressement du Capital Risque qui reste cependant à confirmer.

2. TRI BRUT DES INVESTISSEMENTS CUMULÉS RÉALISÉS DEPUIS 2001, MESURÉ AU 31/12/2005, À PÉRIMÈTRE COMPARABLE DE RÉPONDANTS

TRI À 5 ANS (Montants en M€)	TOTAL			EN PORTEFEUILLE			SORTIES DE PORTEFEUILLE		
	Montants Investis/ Nombre de lignes	TRI 2005	TRI 2004	Montants Investis/ Nombre de lignes	TRI 2005	TRI 2004	Montants Investis/ Nombre de lignes	TRI 2005	TRI 2004
TRI Global	13 394 2 704	20,2 %	12,4 %	11 822 2 268	15,1 %	9,9 %	1 572 436	43,1 %	23,2 %
Capital Risque	1 377 1 103	-1,3 %	-15,2 %	1 194 926	-0,9 %	-13,9 %	183 177	-3,6 %	-25,6 %
Capital Développement	1 421 653	6,4 %	6,1 %	1 259 533	4,1 %	1,8 %	162 120	25,2 %	18,1 %
Capital Transmission/LBO	10 295 827	26,5 %	20,8 %	9 096 712	19,9 %	17,4 %	1 199 115	52,7 %	35,0 %
Autres	301 121	10,0 %	8,5 %	273 97	10,1 %	6,1 %	28 24	9,4 %	19,3 %

Source : Ernst & Young - AFIC

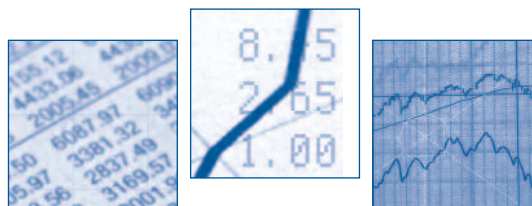
A périmètre comparable de répondants, la performance s'améliore de 7,8 points contre 7,4 points précédemment.

De même que dans l'analyse faite à la page précédente, ce sont aussi bien les sociétés sorties de portefeuille (+19,9 points) que la revalorisation des lignes en portefeuille (+5,2 points) qui soutiennent cette croissance.

L'analyse faite pour l'ensemble des répondants et celle conduite à périmètre comparable de répondants confirment la bonne tenue de la performance du Capital Transmission / LBO qui apparaît comme le moteur incontestable de la croissance du Capital Investissement en France. Le TRI 5 ans du Capital Transmission / LBO s'accroît ainsi de 5,7 points et ce, aussi bien sur les entreprises sorties de portefeuille (hausse 17,7 points) que sur celles encore en portefeuille (hausse de 2,5 points).

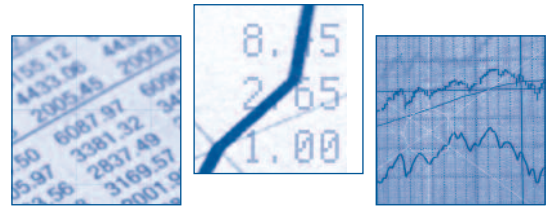
De la même façon que dans l'analyse précédente, le Capital Développement confirme, à périmètre comparable, la progression de ses résultats, avec une performance en hausse de 0,3 point, due à la fois à la hausse de la performance sur les sorties (+7,1 points) et à la hausse de la performance sur les lignes en portefeuille (+2,3 points).

A périmètre comparable, le rendement du Capital Risque progresse de 13,9 points du fait principalement d'une revalorisation des lignes en portefeuille qui représentent l'essentiel des montants investis sur la période.



PERFORMANCE

SUR LES 10 DERNIÈRES ANNÉES D'INVESTISSEMENT (1996-2005)



1. TRI BRUT DES INVESTISSEMENTS CUMULÉS RÉALISÉS DEPUIS 1996, MESURÉ AU 31/12/2005 À PÉRIMÈTRE COMPLET DE RÉPONDANTS

TRI À 10 ANS (Montants en M€)	TOTAL			EN PORTEFEUILLE			SORTIES DE PORTEFEUILLE		
	Montants Investis/ Nombre de lignes	TRI 2005	TRI 2004	Montants Investis/ Nombre de lignes	TRI 2005	TRI 2004	Montants Investis/ Nombre de lignes	TRI 2005	TRI 2004
TRI Global	22 037 6 262	18,2 %	16,3 %	15 542 3 990	9,6 %	8,3 %	6 495 2 272	29,5 %	28,5 %
Capital Risque	3 314 2 274	-2,6 %	-7,2 %	2 342 1 592	-5,2 %	-10,7 %	972 682	7,0 %	11,3 %
Capital Développement	3 998 1 985	14,6 %	17,0 %	2 200 1 131	2,1 %	3,8 %	1 798 854	26,0 %	26,0 %
Capital Transmission/LBO	13 999 1 695	25,1 %	21,4 %	10 495 1 073	16,3 %	13,8 %	3 504 622	35,0 %	35,8 %
Autres	726 308	11,6 %	7,8 %	505 194	6,7 %	5,0 %	221 114	22,7 %	10,5 %

Source : Ernst & Young - AFIC

Le tableau ci-dessus ne vise que les sociétés acquises depuis 1996, sorties ou encore en portefeuille au 31 décembre 2005. Il prend en compte l'ensemble des répondants à l'étude 2005.

A fin 2005, le TRI brut des investissements cumulés sur 10 ans s'élève à 18,2 %, en hausse de 1,9 point par rapport à celui de l'étude 2004 où le TRI s'établissait à 16,3 %.

Cette progression s'explique principalement par :

- une hausse de la valorisation des entreprises en portefeuille de 1,3 point, à près de 10 %,
- un maintien de la performance sur les sorties, notamment sur le Capital Transmission / LBO et le Capital Développement. La hausse du TRI sur les sorties, qui passe de 28,5 % en 2004 à 29,5 % en 2005, provient principalement du poids accru du Capital Transmission / LBO dans les sorties (dans l'étude 2005, le Capital Transmission / LBO représente 53 % des sorties contre 43 % dans l'étude 2004),
- une pondération sur les sorties plus favorable, les entreprises sorties de portefeuille représentant désormais 29,5 % des montants investis contre 28,3 % dans l'étude 2004 (soit une hausse de 1,2 point).

Par catégorie d'investissement :

- le Capital Transmission / LBO a su renforcer sa performance au-dessus des 25 %, du fait notamment d'une revalorisation sensible des lignes en portefeuille, aux alentours de 16 %, et d'un maintien à un niveau encore élevé des performances sur les sorties, à 35 %,
- pour le Capital Développement, les conditions de sorties restent stables à 26 %. Cependant, la baisse de la valorisation des lignes en portefeuille de 1,7 point, notamment sur les millésimes 2001 et 2003, entraîne, sous l'effet de la pondération, une baisse de la performance globale de 2,4 points,
- le Capital Risque voit sa performance progresser de 4,6 points, du fait de l'amélioration de la valorisation des lignes en portefeuille (en hausse de 5,5 points) dont le poids représente près de 71 % des montants investis au cours des 10 dernières années.

2. TRI BRUT DES INVESTISSEMENTS CUMULÉS RÉALISÉS DEPUIS 1996, MESURÉ AU 31/12/2005, À PÉRIMÈTRE COMPARABLE DE RÉPONDANTS

TRI À 10 ANS (Montants en M€)	TOTAL			EN PORTEFEUILLE			SORTIES DE PORTEFEUILLE		
	Montants Investis/ Nombre de lignes	TRI 2005	TRI 2004	Montants Investis/ Nombre de lignes	TRI 2005	TRI 2004	Montants Investis/ Nombre de lignes	TRI 2005	TRI 2004
TRI Global	20 607 5 546	18,8 %	16,7 %	14 536 3 468	10,0 %	8,5 %	6 071 2 078	30,2 %	28,8 %
Capital Risque	2 956 2 092	-3,0 %	-7,2 %	2 054 1 450	-5,2 %	-11,0 %	902 642	5,2 %	12,5 %
Capital Développement	3 719 1 680	15,0 %	17,8 %	2 032 918	1,7 %	4,2 %	1 687 762	26,8 %	26,5 %
Capital Transmission/LBO	13 351 1 523	25,8 %	21,7 %	10 060 948	16,8 %	14,1 %	3 291 575	35,9 %	35,8 %
Autres	581 251	8,6 %	7,5 %	390 152	6,6 %	4,2 %	191 99	13,5 %	10,4 %

Source : Ernst & Young - AFIC

A périmètre comparable de répondants, l'évolution du TRI brut des investissements cumulés sur 10 ans confirme la tendance précédemment dégagée. Le TRI s'établit à 18,8 %, en hausse de 2,1 points par rapport à celui de l'étude 2004.

Les raisons de cette hausse sont identiques à celles mentionnées précédemment, à savoir :

- la hausse de la valorisation des entreprises en portefeuille, notamment sur le Capital Transmission / LBO et le Capital Risque,
- un maintien de la performance sur les entreprises sorties de portefeuille, notamment en Capital Transmission / LBO et en Capital Développement.

Par catégorie d'investissement :

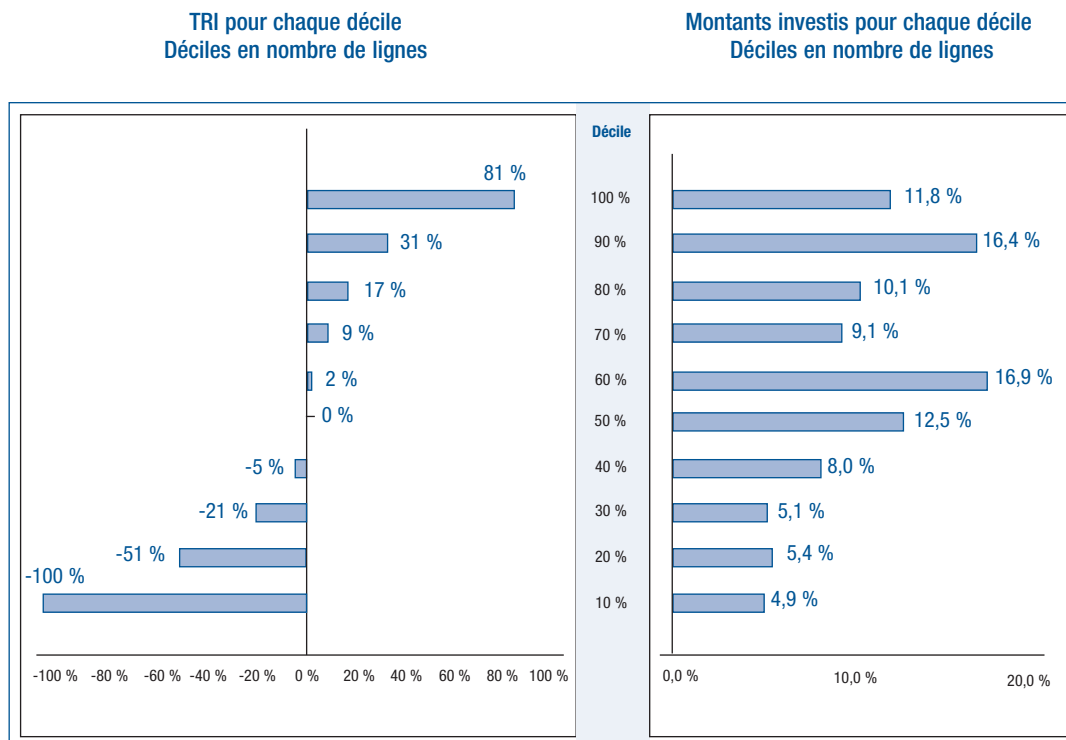
- la progression de 4,1 points du Capital Transmission / LBO provient, comme évoqué ci-dessus, de la revalorisation des entreprises en portefeuille et du maintien d'un niveau élevé de performance sur les sorties,
- la baisse de la performance du Capital Développement précédemment constatée se retrouve à périmètre comparable du fait d'une appréciation à la baisse de la valorisation des entreprises en portefeuille et ce, malgré une bonne tenue des rendements sur les sorties,
- la nette amélioration de la performance du Capital Risque se confirme puisque le TRI progresse de 4,2 points. Elle reste cependant encore négative du fait notamment du poids des investissements réalisés entre 1999 et 2001 dans les secteurs des technologies et des télécoms.

3. DISPERSION DE LA PERFORMANCE

3.1 Dispersion de la performance en nombre de ligne par décile

L'analyse de la dispersion a été conduite en prenant en compte l'ensemble des répondants à l'étude 2005.

Le diagramme ci-dessous mesure la dispersion de la performance par décile, en nombre de lignes. Il prend en compte toutes les lignes d'investissement (sorties ou encore en portefeuille) depuis 1996. Pour chaque décile, la performance brute (TRI brut) a été calculée.



Source : Ernst & Young - AFIC

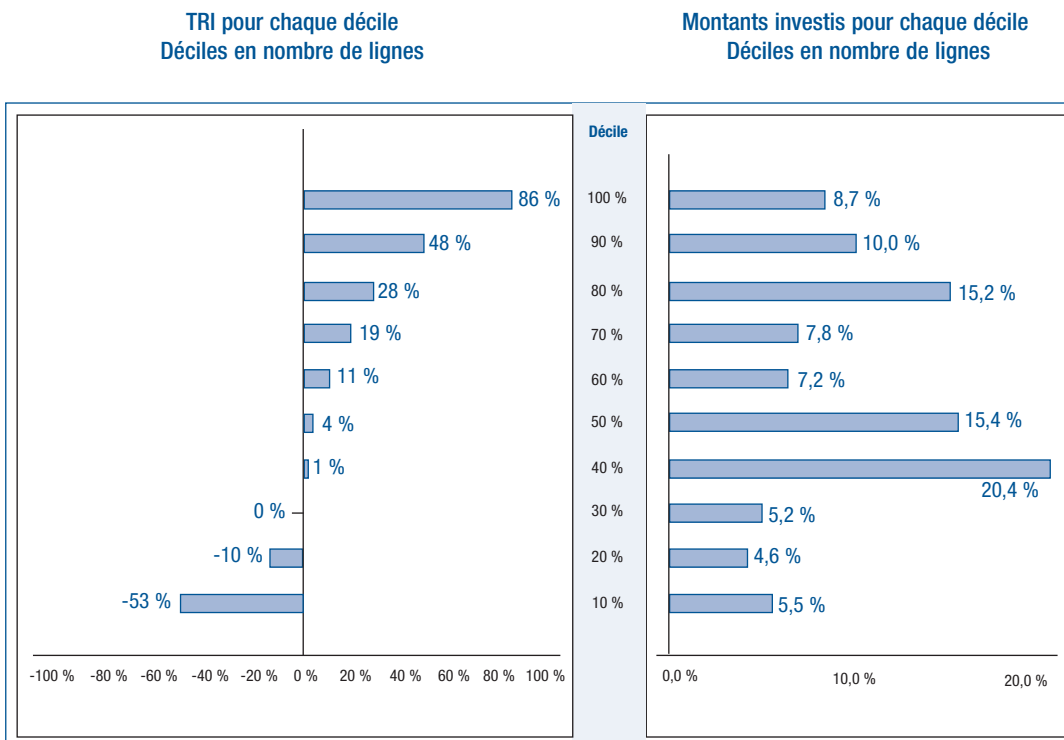
La dispersion de la performance par décile sur 10 ans est presque symétriquement opposée entre les déciles les plus performants et les déciles les moins performants :

- ainsi, sur le dernier décile (« 10 % »), qui regroupe les lignes d'investissement dont les performances sont les moins bonnes et représente 4,9 % des montants investis au cours des 10 dernières années, toutes les lignes sont intégralement provisionnées,
- de façon similaire, le décile supérieur (« 100 % »), qui regroupe les lignes d'investissement ayant les meilleures performances et représente 11,8 % des montants investis sur 10 ans, affiche une performance de plus de 80 %,
- les déciles médian (40 % - 50 % - 60 %), qui regroupent 30 % des lignes investies et représentent 37,4 % des montants investis au cours des 10 dernières années, affichent une performance cumulée quasi-nulle ou légèrement négative,
- le poids des déciles supérieurs (80 % - 90 % - 100 %), qui regroupent 30 % des lignes dont les performances sont les plus élevées, s'élève à 38,3 % des montants investis sur 10 ans contre 15,4 % pour les déciles inférieurs (10 % - 20 % - 30 %).

3.2 Dispersion de la performance par décile et par type d'investissement

Les diagrammes ci-dessous mesurent, pour chaque type d'investissement, la dispersion de la performance par décile, en nombre de lignes. Ils prennent en compte toutes les lignes d'investissement (sorties ou encore en portefeuille) depuis 1996.

→ Pour le Capital Transmission / LBO



Source : Ernst & Young - AFIC

L'analyse de la répartition de la performance du Capital Transmission / LBO par décile illustre la qualité de la performance constatée sur ce segment. En effet, près de 80 % des lignes et 90 % des montants investis affichent des performances positives au cours des 10 dernières années.

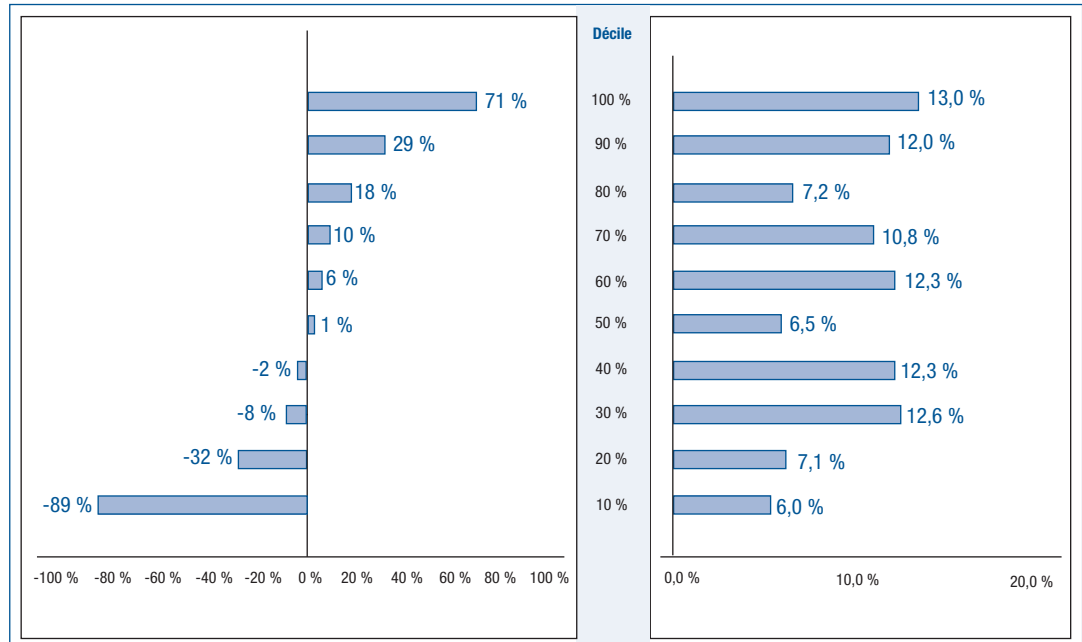
A la différence des autres catégories d'investissements, les 4 déciles supérieurs (70 % - 80 % - 90 % - 100 %) affichent des performances supérieures ou égales à 19 %, soit 41,7 % des montants investis sur 10 ans. Seuls les deux derniers déciles (10 % - 20 %) affichent des performances négatives, pour un peu plus de 10 % des montants investis au cours des 10 dernières années.

Les lignes pour lesquelles la performance est nulle ou légèrement positive correspondent aux déciles (30 % - 40 % - 50 %) et représentent 41,0 % des montants investis sur 10 ans.

→ Pour le Capital Développement

TRI pour chaque décile
Déciles en nombre de lignes

Montants investis pour chaque décile
Déciles en nombre de lignes



Source : Ernst & Young - AFIC

La répartition de la performance du Capital Développement par décile est similaire à celle de l'ensemble de Capital Investissement. Le décile supérieur, qui représente 13,0 % des montants investis sur 10 ans, affiche des performances de 71 % en moyenne alors que le décile inférieur, avec 6,0 % des montants investis, présente une performance négative de 89 % en moyenne.

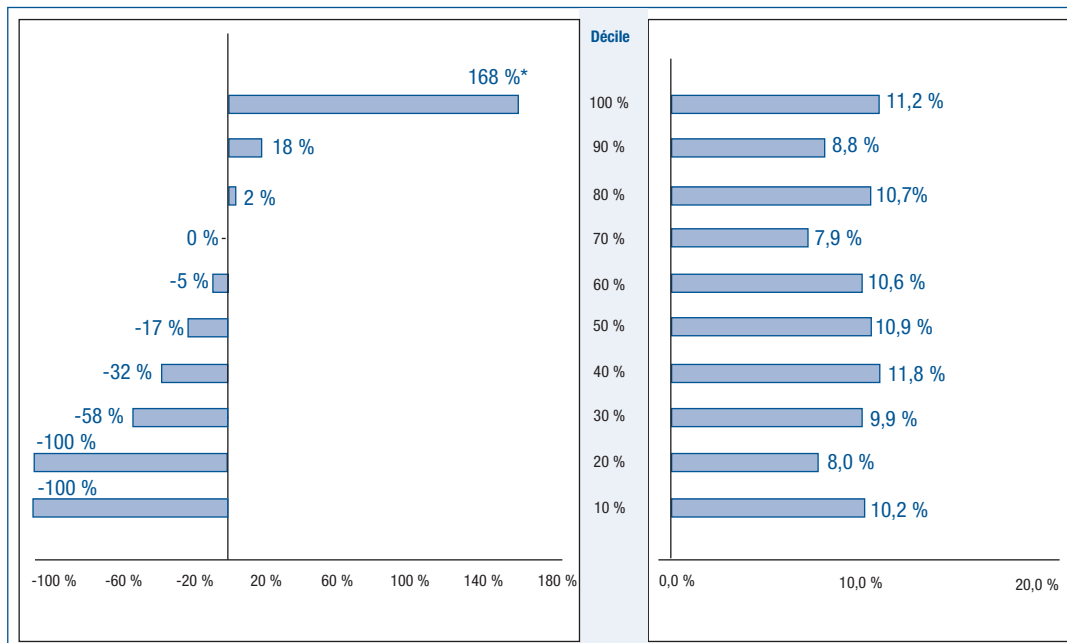
Les déciles médian (40 % - 50 % - 60 %), qui représentent 31,1 % des montants investis au cours des 10 dernières années, ont une performance cumulée légèrement positive.

Le poids des déciles supérieurs (80 % - 90 % - 100 %) représente 32,2 % des montants investis sur 10 ans contre 25,7 % pour les déciles inférieurs (10 % - 20 % - 30 %).

→ Pour le Capital Risque

TRI pour chaque décile
Déciles en nombre de lignes

Montants investis pour chaque décile
Déciles en nombre de lignes



Source : Ernst & Young - AFIC

* Il est à noter que le décile supérieur est marqué par une dispersion forte des performances avec un écart type proche de 25. A titre de comparaison, l'écart type du décile précédent est de 1.

Le Capital Risque affiche la plus forte volatilité dans ses performances au regard des autres catégories d'investissements et du Capital Investissement dans son ensemble : les performances les plus élevées atteignent des TRI de 168 % en moyenne pour le décile supérieur (11,2 % des montants investis au cours des 10 dernières années), les performances les moins bonnes sont intégralement provisionnées pour les deux derniers déciles (18,2 % des montants investis sur 10 ans).

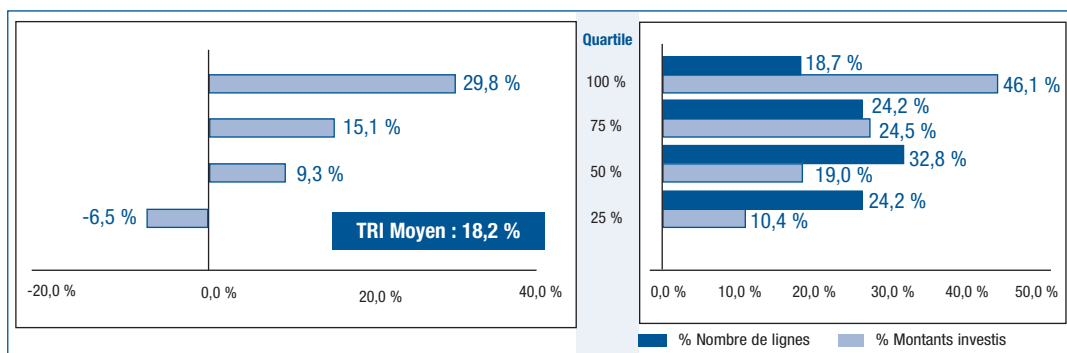
Seuls les 4 déciles supérieurs (38,6 % des montants investis) affichent des performances positives ou nulles alors que les 6 déciles inférieurs (61,4 % des montants investis) ont des performances négatives.

3.3 Dispersion de la performance par quartile et par structure

Ce diagramme mesure la dispersion de la performance des structures ayant répondu à l'étude. Il prend en compte toutes les lignes d'investissement (sorties ou encore en portefeuille) depuis 1996. Les barres d'historgramme indiquent en pourcentage le nombre de structures et les montants investis correspondants.

TRI pour chaque quartile
Quartiles en nombre de structures

Montants investis pour chaque quartile
Quartiles en nombre de structures



Source : Ernst & Young - AFIC

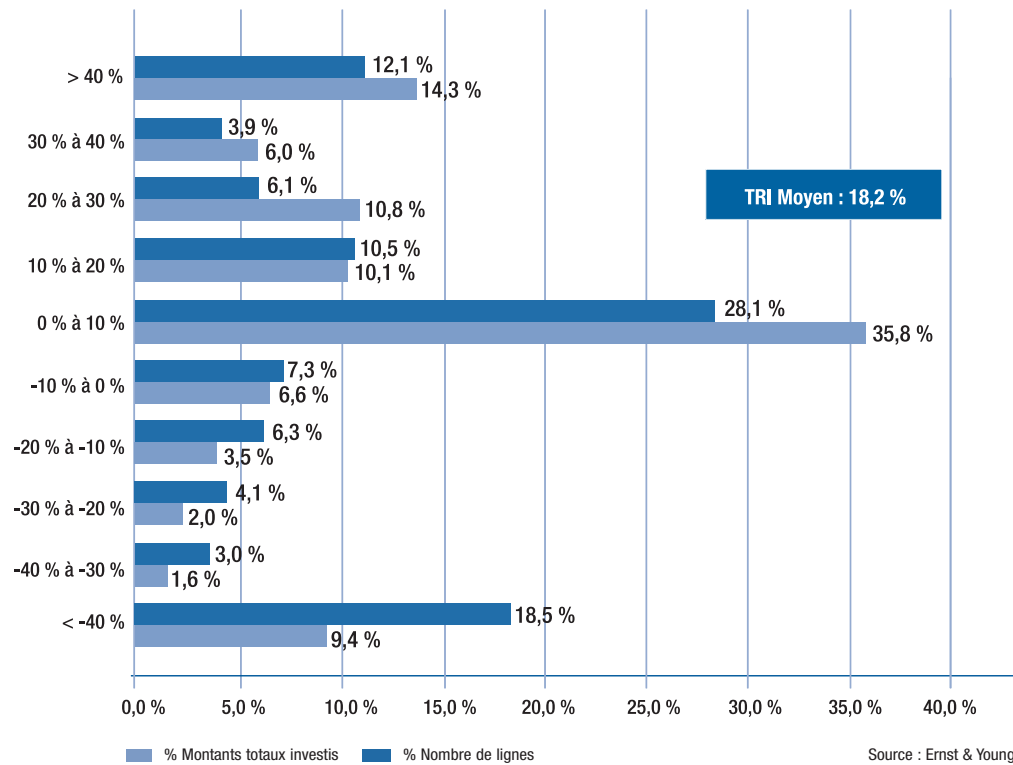
L'analyse du diagramme montre que :

- les 24 structures les plus performantes (sur un total de 97 structures) ont un TRI brut 10 ans de 29,8 %. Ces structures représentent 46,1 % des montants investis sur 10 ans et 18,7 % des lignes d'investissement,
- les 25 structures les moins performantes ont un TRI brut 10 ans de -6,5 %. Ces structures représentent 10,4 % des montants investis, et 24,2 % des lignes d'investissement.

3.4 Dispersion de la performance en nombre de lignes et en montants investis

Le diagramme ci-dessous mesure la dispersion de la performance obtenue pour chaque ligne investie au cours des dix dernières années. Les sorties de portefeuille ou les lignes encore en portefeuille ont été classées par fourchette de TRI brut.

Dispersion de la performance en nombre de lignes et en montants investis



L'analyse du diagramme montre que :

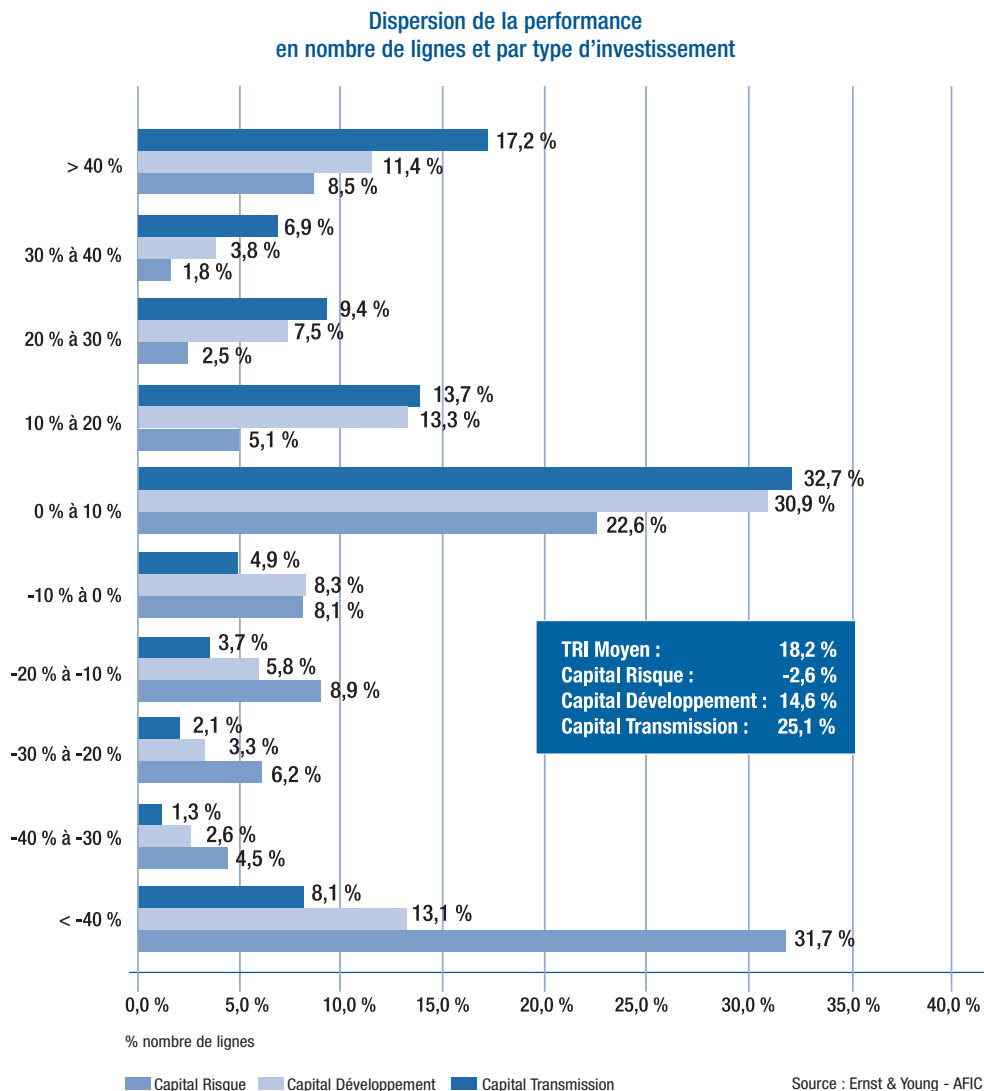
- 12,1 % des investissements (soit 14,3 % des montants investis) → ont une rentabilité supérieure à 40 %,
- 67,3 % des investissements (soit 58,9 % des montants investis) → ont une rentabilité inférieure à 10 %,
- 18,5 % des investissements (soit 9,4 % des montants investis) → ont une rentabilité inférieure à -40 %.

L'analyse par ligne d'investissement met en avant la grande disparité de rentabilité entre les investissements réalisés :

- bien que stable, le poids des TRI négatifs reste à des niveaux élevés, avec 39,2 % des investissements contre 40,8 % dans l'étude 2004,
- de façon similaire, le pourcentage des sociétés valorisées ou cédées en dessous de leur prix de revient reste, en montants investis, également stable à 23 % dans l'étude 2005, contre 22 % pour l'étude 2004 (cf. section 6 – Provisions et pertes),
- le pourcentage de lignes dont le TRI brut est supérieur à 40 % est en baisse par rapport à l'année précédente, à 12,1 % contre 16,0 % l'an passé.

3.5 Dispersion de la performance par type d'investissement

Ce diagramme mesure, pour chaque type d'investissement, la dispersion de la performance en nombre de lignes. Il prend en compte toutes les lignes d'investissement (sorties ou encore en portefeuille) depuis 1996.



L'analyse du diagramme montre que :

→ en **Capital Transmission / LBO** :

- 17,2 % des investissements réalisés ont une rentabilité supérieure à 40 % (contre 25,6 % dans l'étude 2004 et 20,5 % dans l'étude 2003),
- 33,5 % des investissements ont un TRI brut supérieur à 20 % (contre 38,8 % dans l'étude 2004 et 36,1 % dans l'étude 2003),

→ en **Capital Développement** :

- 36,0 % des investissements ont une performance supérieure à 10 % (contre 37,2 % dans l'étude 2004),
- 33,1 % des investissements ont un TRI brut négatif (contre 31,7 % dans l'étude 2004),

→ en **Capital Risque** :

- 59,4 % des investissements ont un TRI brut négatif, un niveau en légère amélioration par rapport à 2004 (contre 64,0 % dans l'étude 2004).

4. PERFORMANCE PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ

Le tableau ci-dessous présente le TRI brut par secteur d'activité des investissements cumulés réalisés depuis 1996, mesuré au 31 décembre 2005. Il prend en compte l'ensemble des répondants à l'étude 2005.

SECTEUR D'ACTIVITÉ	MONTANTS INVESTIS 2005	NOMBRE DE LIGNES 2005	TRI 2005	TRI 2004
Biens et services industriels	5 728	1 346	25,4 %	22,7 %
Technologie de l'information - Telecom	3 658	1 821	2,5 %	10,2 %
Services non financiers	2 940	430	27,6 %	21,9 %
Production de biens de consommation	2 276	558	21,3 %	18,7 %
Distribution - Détail	2 017	388	13,6 %	9,8 %
Sciences de la vie - Pharmacie	1 649	559	25,8 %	23,2 %
Produits de base	1 575	259	15,2 %	10,2 %
Media	1 029	151	11,5 %	6,6 %
Autres secteurs	1 166	750	14,6 %	15,5 %
TOTAL	22 038	6 262	18,2 %	16,3 %

Source : Ernst & Young - AFIC

Les « Biens et services industriels » et les « Technologies de l'information – Telecom » sont les deux secteurs les plus significatifs en terme de montants investis. Ils représentent plus de 42 % des investissements réalisés sur les 10 dernières années.

Les trois secteurs d'activité ayant les TRI les plus élevés sont le secteur des « Services non financiers » (TRI 27,6 %), le secteur des « Sciences de la vie » (TRI 25,8 %) et le secteur des « Biens et services industriels » (TRI 25,4 %). Ces secteurs constituaient déjà le trio de tête dans l'étude 2004.

La forte baisse enregistrée sur le secteur de « Technologies de l'information – Télécom » (baisse de 7,7 points par rapport à l'année précédente) résulte principalement :

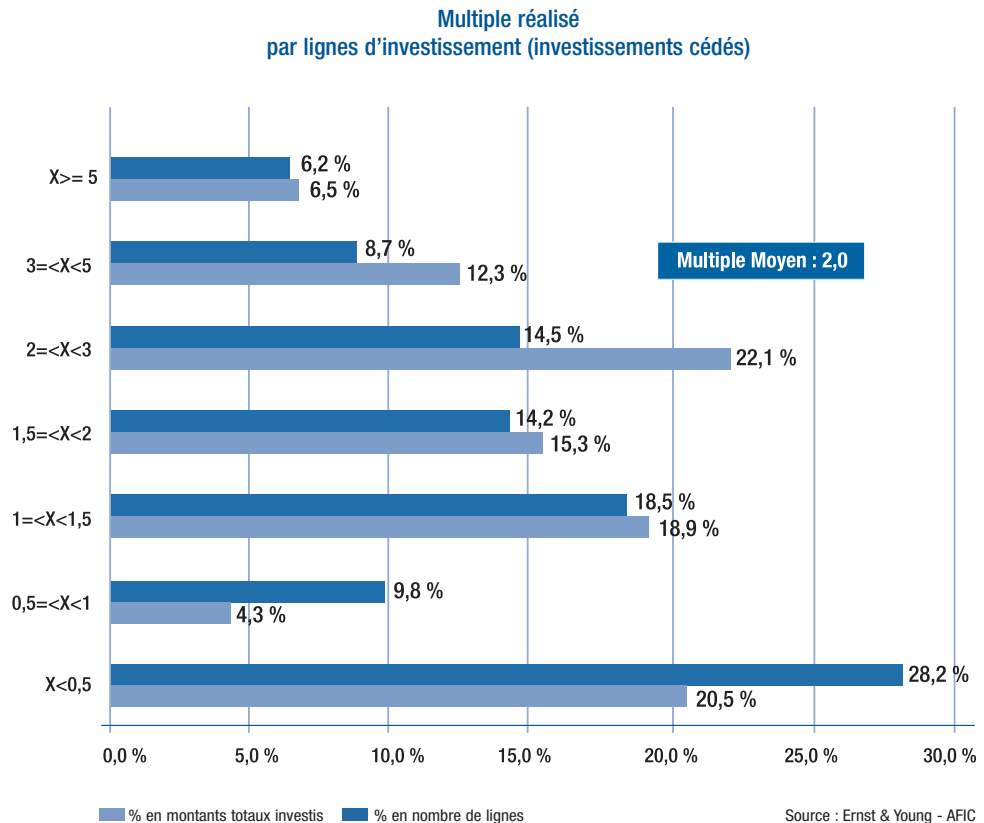
- de la réévaluation à la baisse des investissements réalisés entre 1999 et 2001, notamment dans le Capital Risque, période marquée par l'éclatement de la bulle Internet,
- de la crise du secteur des télécoms qui s'en est suivie du début des années 2000 à l'année 2004.

5. TAUX DE RETOUR SUR LES MISES INITIALES

5.1. Multiple réalisé pour les investissements cédés par rapport aux montants investis

Ce multiple a été calculé sur la base des encaissements divisés par les décaissements pour les sociétés sorties du portefeuille au cours des dix dernières années (période d'investissement : 1996-2005). Les graphiques ci-dessous prennent en compte l'ensemble des répondants à l'étude 2005.

Le diagramme ci-dessous permet ainsi de mesurer la dispersion de la performance pour les lignes sorties du portefeuille.

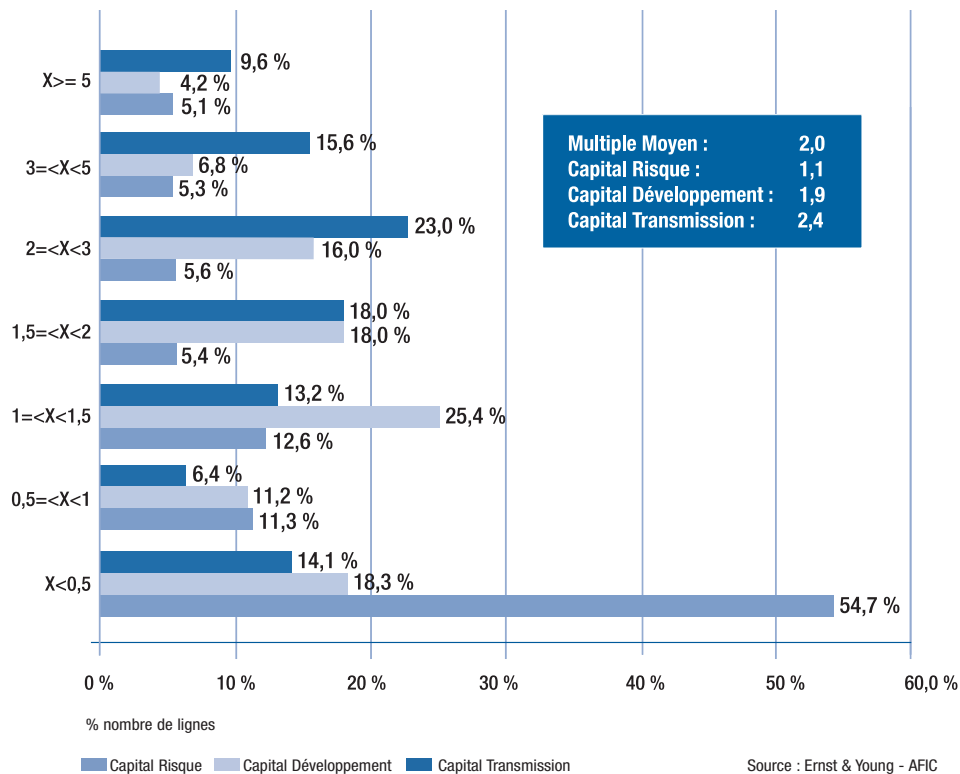


L'analyse du diagramme montre que :

- le multiple moyen est égal à 2. Il reste stable par rapport à l'étude 2004 où il était de 1,9,
- le multiple est supérieur ou égal à 5 pour 6,2 % des lignes d'investissement (soit 6,5 % des montants investis). Il est supérieur à 2 pour 29,4 % des lignes d'investissement (soit 40,9 % des montants investis),
- les investisseurs récupèrent leur mise initiale dans 62,1 % des cas (contre 64,0 % dans l'étude 2004), ce qui représente près de 75,1 % des montants investis (contre environ 71,0 % dans l'étude 2004).

5.2 Multiple réalisé par type d'investissement

Multiple réalisé par lignes et par types d'investissement (investissements cédés)



Cette analyse montre que le taux de retour sur les mises initiales diffère de manière importante selon le type d'investissement :

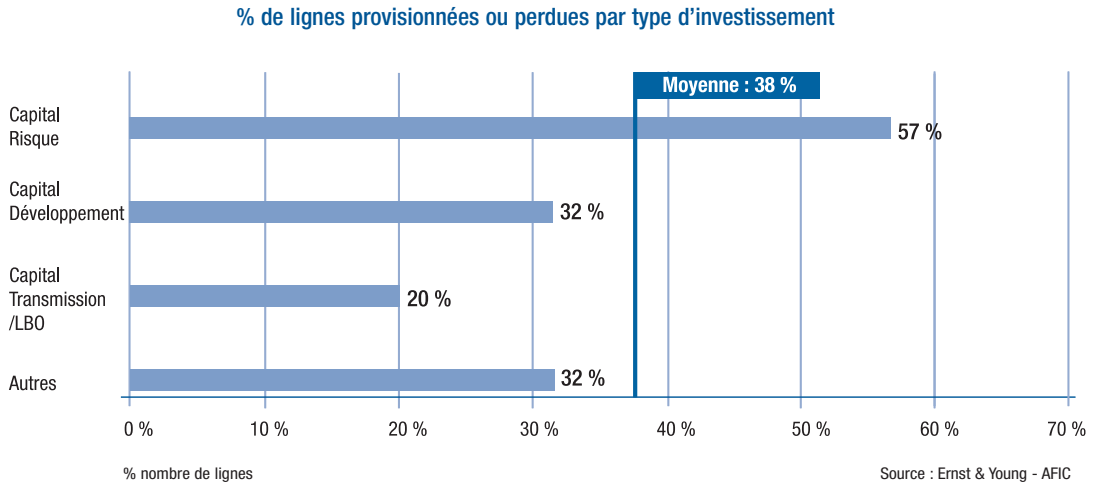
- 9,6 % des lignes de Capital Transmission / LBO ont un multiple réalisé supérieur ou égal à 5 contre 4,2 % pour le Capital Développement et 5,1 % pour le Capital Risque,
- cet écart de performance entre les différentes catégories d'investissement s'accroît pour un multiple réalisé supérieur ou égal à 3 puisque cela concerne 25,2 % des lignes de Capital Transmission / LBO contre 11,0 % pour le Capital Développement et 10,4 % pour le Capital Risque,
- le multiple réalisé est supérieur ou égal à 2 dans 48,2 % des lignes de Capital Transmission / LBO et 27,0 % des lignes de Capital Développement,
- 66,0 % des lignes de Capital Risque ont un multiple réalisé inférieur à 1.

6. PROVISIONS ET PERTES

6.1. Pourcentage en nombre de lignes

Les diagrammes et graphiques qui suivent prennent en compte l'ensemble des répondants à l'étude 2005.

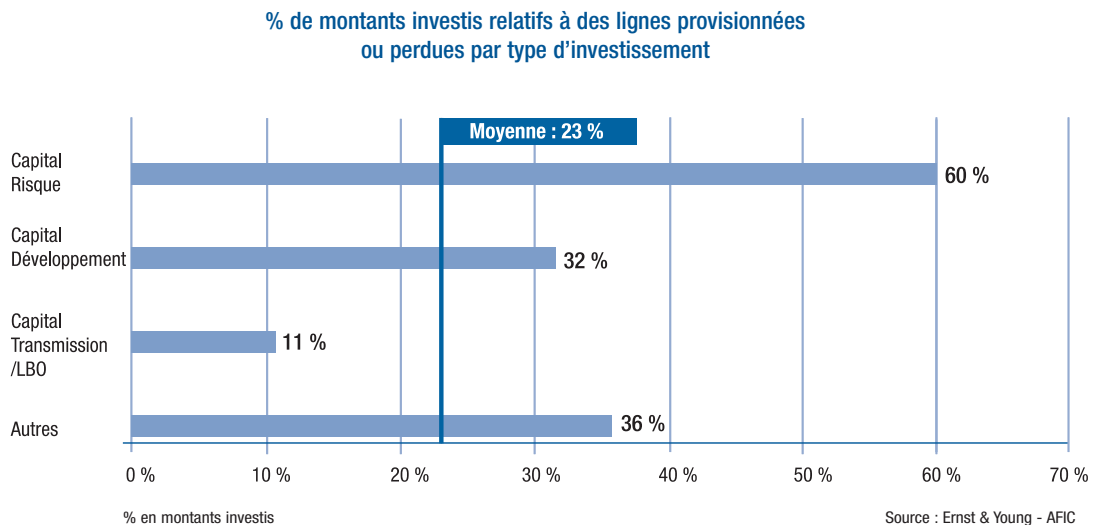
Le diagramme ci-dessous représente, par type d'investissement, le pourcentage des lignes d'investissement valorisées ou cédées en dessous de leur prix de revient.



En moyenne, 38 % des lignes investies sont provisionnées, contre 36 % en 2004, ce qui se traduit par une relative stabilité du taux de provisions et pertes, tous types d'investissements confondus.

6.2 Pourcentage en montants investis

Le diagramme ci-dessous représente, par type d'investissement, le pourcentage en montants investis des sociétés valorisées ou cédées en dessous de leur prix de revient.



En 2005, la moyenne des sociétés valorisées ou cédées en dessous de leur prix de revient se situe à 23 %, en hausse de 1 point par rapport à 2004 (22 %) et de 3 points par rapport à 2003 (26 %).

Cette stabilité est essentiellement due au Capital Transmission / LBO qui, avec 11 % (contre 10 % dans l'étude 2004), demeure le segment d'investissement pour lequel le taux de provisions ou de pertes par rapport aux montants investis est le plus faible.

Le taux de provisionnement sur le segment du Capital Développement s'est accru de 6 points, passant entre 2004 et 2005 de 26 % à 32 %, sous l'effet notamment de moins-values réalisées et/ou de provisions complémentaires comptabilisées sur un nombre limité de transactions pour les millésimes 2001 et 2003.

Le taux de provisions et pertes est en nette diminution pour le Capital Risque. En effet, 60 % des montants investis ont été provisionnés contre 65 % l'an passé. Cette évolution reflète la revalorisation des lignes investies les plus récentes, notamment pour les millésimes 2003 et 2004.

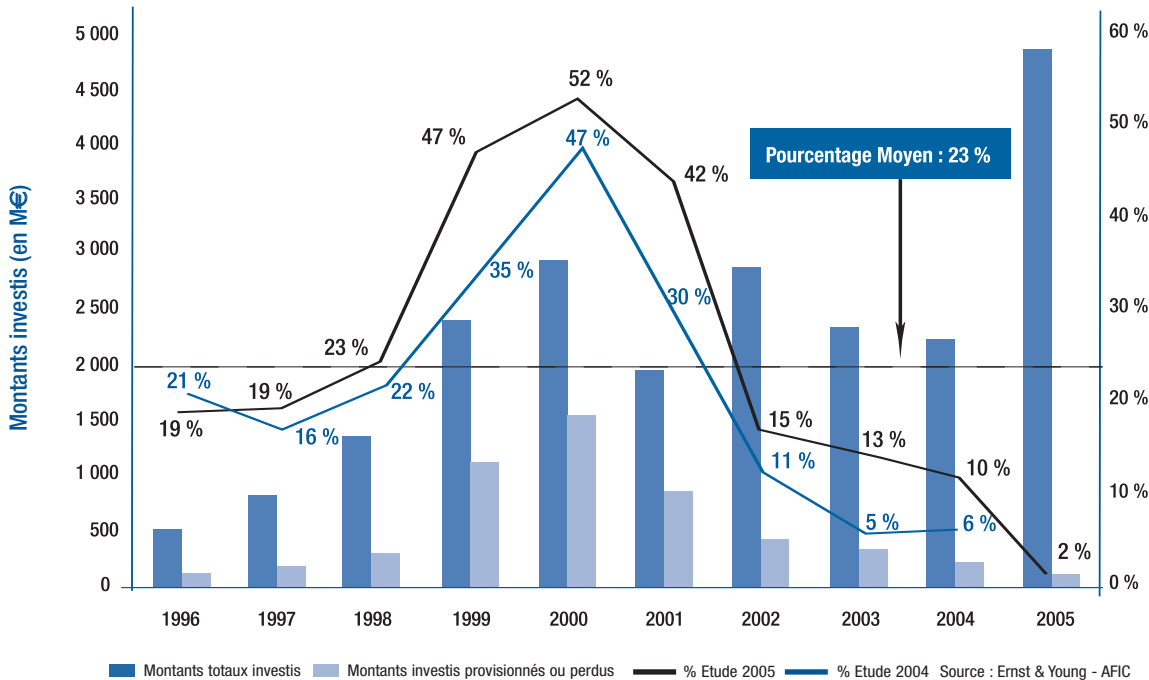
6.3 Pourcentage des investissements valorisés ou cédés en dessous de leur prix de revient par année d'investissement (vintage year)

Les montants investis provisionnés ou perdus prennent en compte toutes les lignes d'investissement valorisées ou cédées en dessous de leur prix de revient.

Les barres de l'histogramme représentent les montants investis cédés ou valorisés en dessous de leur prix de revient, à comparer avec les montants totaux investis.

Le pourcentage représente le rapport entre les montants investis pour lesquels des provisions ou pertes ont été constatées et les montants totaux investis.

% des investissements valorisés ou cédés en dessous de leur prix de revient par année d'investissement



En moyenne, 23 % des montants investis sont valorisés ou cédés à un prix inférieur à leur prix de revient, un chiffre en hausse de 1 point par rapport à l'étude 2004.

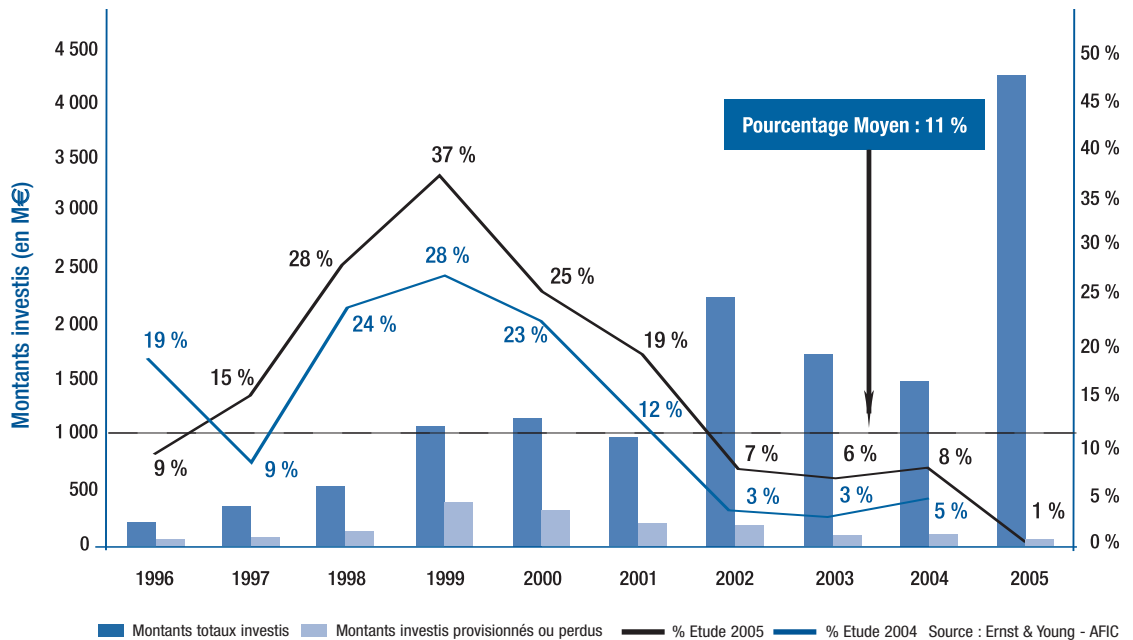
Cette stabilité résulte cependant de tendances opposées qui se compensent partiellement entre elles, avec :

- un taux de provisionnement en hausse sur la plupart des millésimes historiques de 1997 à 2004, et plus particulièrement sur les millésimes 1999, 2000 et 2001, affectés par la conjoncture dégradée de l'époque avec l'éclatement de la bulle Internet,
- une baisse du taux de provisionnement sur le millésime le plus récent qui s'élève à 2 % sur le millésime 2005 (évalué au 31 décembre 2005) et à 6 % pour le millésime 2004 (évalué au 31 décembre 2004), reflet d'anticipation de sorties favorables par les acteurs du Capital Investissement en France.

Ainsi, en retraitant le millésime 2005, caractérisé par des investissements élevés et un taux de provisionnement faible (la majorité des lignes est récente et valorisée au coût historique), le taux de provisionnement s'établit à 28,8 % sur la période 1996 à 2004 contre 22,7 % pour la même période sur l'étude 2004. Cette hausse du taux de provisionnement provient principalement de l'augmentation des provisions sur les millésimes 1999, 2000 et 2001. En effet, les acteurs ont désormais une visibilité précise sur leur niveau de sorties au regard des investissements réalisés au cours de cette période.

6.4 Pourcentage des investissements valorisés ou cédés en dessous de leur prix de revient par année d'investissement pour le Capital Transmission / LBO (vintage year)

% des investissements valorisés ou cédés en dessous de leur prix de revient par année d'investissement pour le Capital Transmission



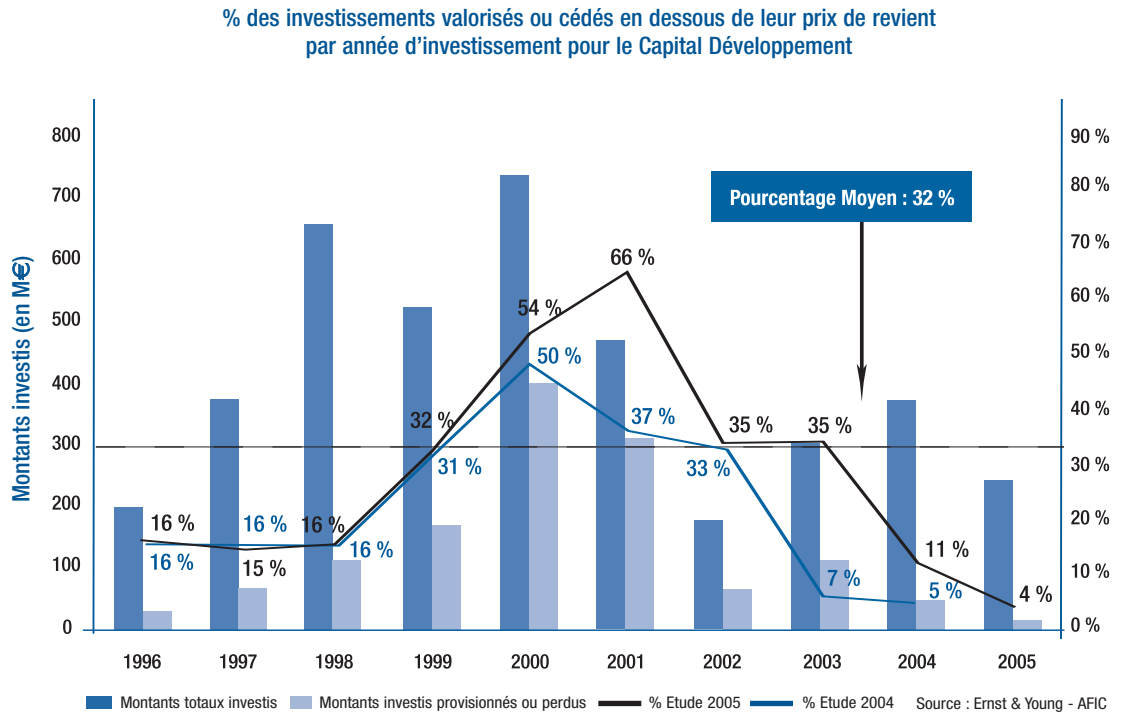
En moyenne, 11 % des montants investis en Capital Transmission / LBO sont valorisés ou cédés à un prix inférieur à leur prix de revient, soit une détérioration de 1 point par rapport aux résultats de l'étude 2004.

Cependant et à l'instar de la profession, cette stabilité résulte de tendances opposées qui se compensent partiellement avec :

- un taux de provisionnement en hausse sur la plupart des millésimes historiques de 1997 à 2004, et plus particulièrement sur les millésimes 1999, 2000 et 2001, affectés par la conjoncture dégradée de l'époque avec l'éclatement de la bulle sur les nouvelles technologies,
- une baisse du taux de provisionnement sur le millésime le plus récent qui s'établit à 1 % sur le millésime 2005 (évalué au 31 décembre 2005) et à 5 % pour le millésime 2004 (évalué au 31 décembre 2004), reflet d'anticipation de sorties favorables dans un contexte de transactions très soutenues.

En retraitant le millésime 2005, le taux de provisionnement s'élève à 15,1 % sur la période 1996 à 2004 et à 10,2 % pour la même période sur l'étude 2004.

6.5 Pourcentage des investissements valorisés ou cédés en dessous de leur prix de revient par année d'investissement pour le Capital Développement (vintage year)



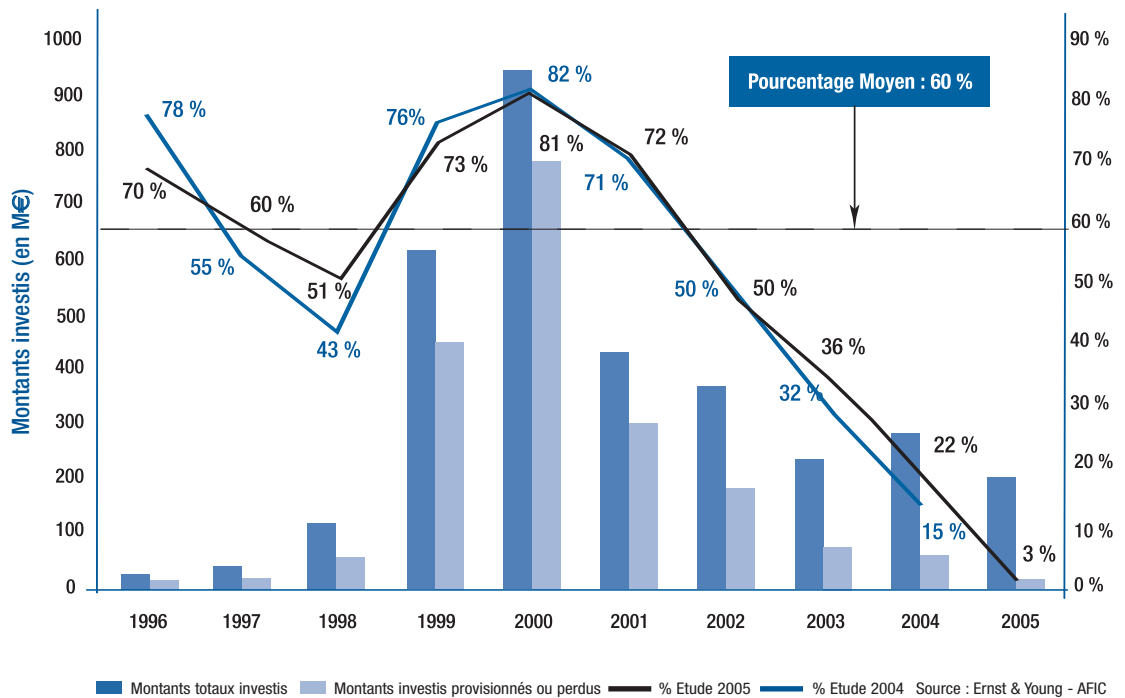
En moyenne, le taux de provisionnement du Capital Développement s'est accru de 6 points, passant de 26 % dans l'étude 2004 à 32 % dans l'étude 2005.

Cette dégradation est liée au fait qu'il n'y ait pas eu de baisse constatée du taux de provisionnement sur le millésime le plus récent (4 % pour le millésime 2005 à fin 2005 et 5 % pour le millésime 2004 à fin 2004) alors que, dans le même temps, les millésimes 2001 et 2003 accusent une hausse significative de leur taux de provisionnement, respectivement de 29 et 28 points du fait d'un nombre limité mais significatif de transactions.

En retraitant l'année 2005, le taux de provisionnement est de 33,5 % sur la période allant 1996 à 2004 alors qu'il était de 26,1 % pour la même période sur l'étude 2004, confirmant ainsi l'évolution constatée précédemment.

6.6 Pourcentage des investissements valorisés ou cédés en dessous de leur prix de revient par année d'investissement pour le Capital Risque (vintage year)

% des investissements valorisés ou cédés en dessous de leur prix de revient par année d'investissement pour le Capital Risque



En moyenne, 60 % des montants investis sont valorisés ou cédés à un prix inférieur à leur prix de revient, un chiffre en baisse de 5 points par rapport aux 65 % obtenus dans l'étude 2004.

La tendance sur le Capital Risque est similaire à celle constatée au niveau de la profession, notamment en ce qui concerne la baisse du taux de provisionnement sur le millésime le plus récent puisque ce taux est de 3 % pour le millésime 2005 (dans l'étude 2005) contre 15 % pour le millésime 2004 (dans l'étude 2004). Malgré le caractère récent des investissements, la baisse du taux de provisionnement traduit la confiance des acteurs du Capital Risque dans un contexte de transactions actives.

En revanche, il n'y a pas eu de hausse aussi significative du taux de provisionnement sur les millésimes historiques (1999 à 2004) car les niveaux atteints étaient déjà fort élevés, entre 72 % et 82 % pour les millésimes 1999 à 2001. D'ailleurs, le pourcentage calculé est particulièrement élevé pour les investissements réalisés au cours de cette période, car il porte sur des montants investis importants, réalisés lors de l'éclatement de la bulle spéculative sur les nouvelles technologies.

En retraitant le millésime 2005, le taux de provisionnement s'élève à 64,2 % pour la période allant de 1996 à 2004, chiffre en ligne avec les 65,4 % obtenus sur l'étude 2004.

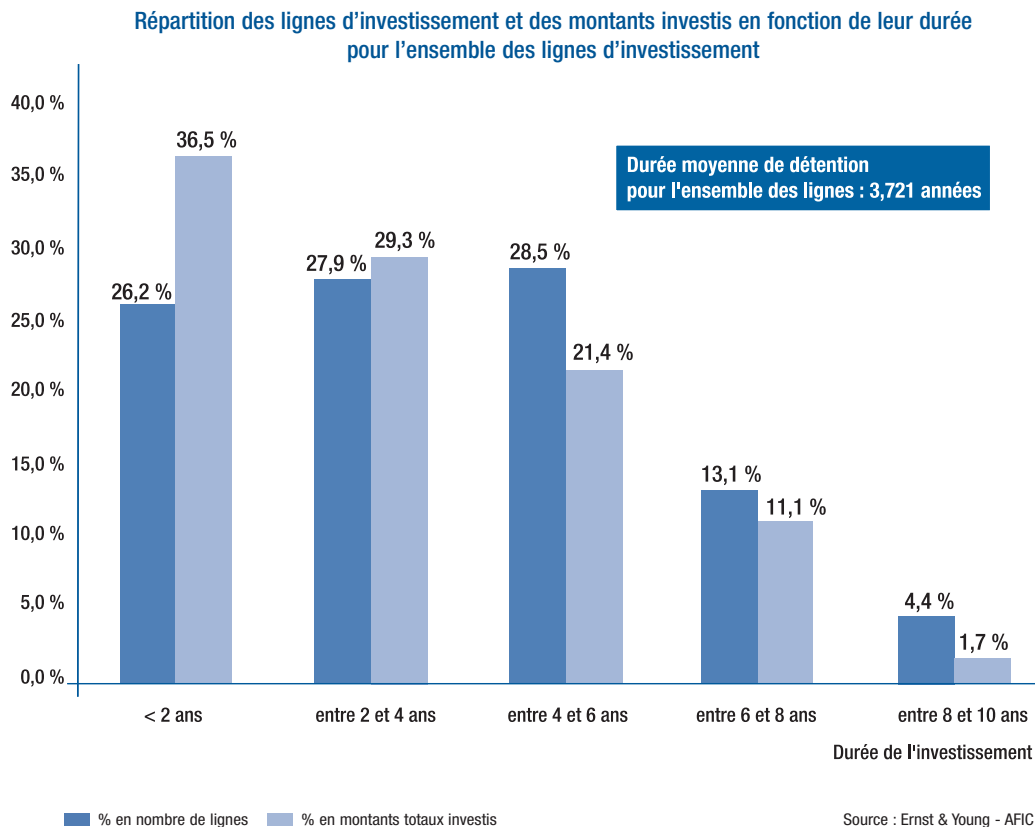
Les taux de provisions ou pertes constatés dans les années 1995 à 1998 doivent être relativisés en raison des faibles montants investis.

7. DURÉE MOYENNE DE DÉTENTION

7.1 Répartition des investissements en fonction de la durée moyenne de détention

Les diagrammes ci-dessous représentent la durée moyenne de détention des investissements sortis ou encore en portefeuille et leurs poids en pourcentage du montant investi au cours des 10 dernières années.

→ Pour l'ensemble des lignes d'investissement



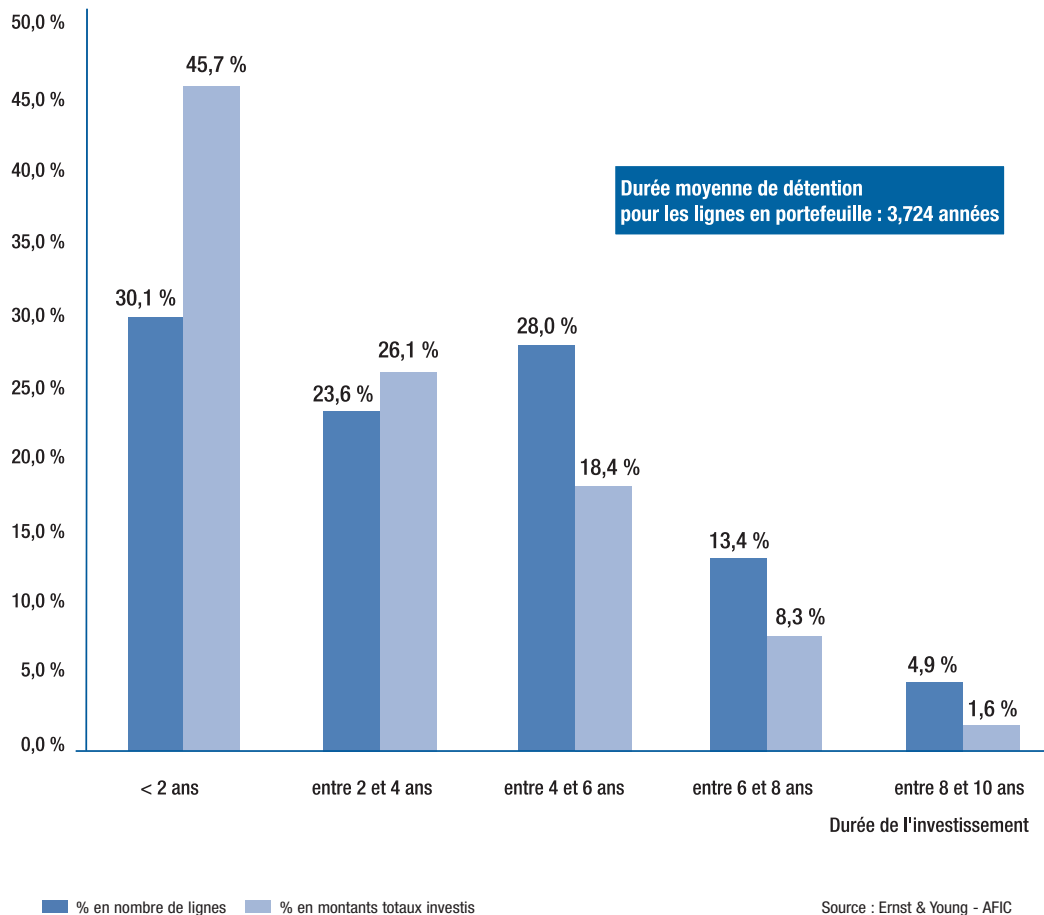
La durée moyenne de détention d'une participation (sortie ou en portefeuille) est de 3,7 ans.

L'analyse du diagramme montre que :

- la majorité des investissements, soit 54,1 %, ont une durée de détention de moins de 4 ans,
- en montants investis, ce pourcentage s'élève à 65,8 % et reflète ainsi l'accroissement constaté du nombre et de la valeur des transactions depuis près 3 ans,
- le poids des participations détenues depuis plus de 8 ans reste faible avec respectivement 4,4 % des investissements réalisés et 1,7 % des montants investis au cours des 10 dernières années.

→ Pour les lignes encore en portefeuille

Répartition des lignes d'investissement et des montants investis en fonction de leur durée pour les lignes en portefeuille



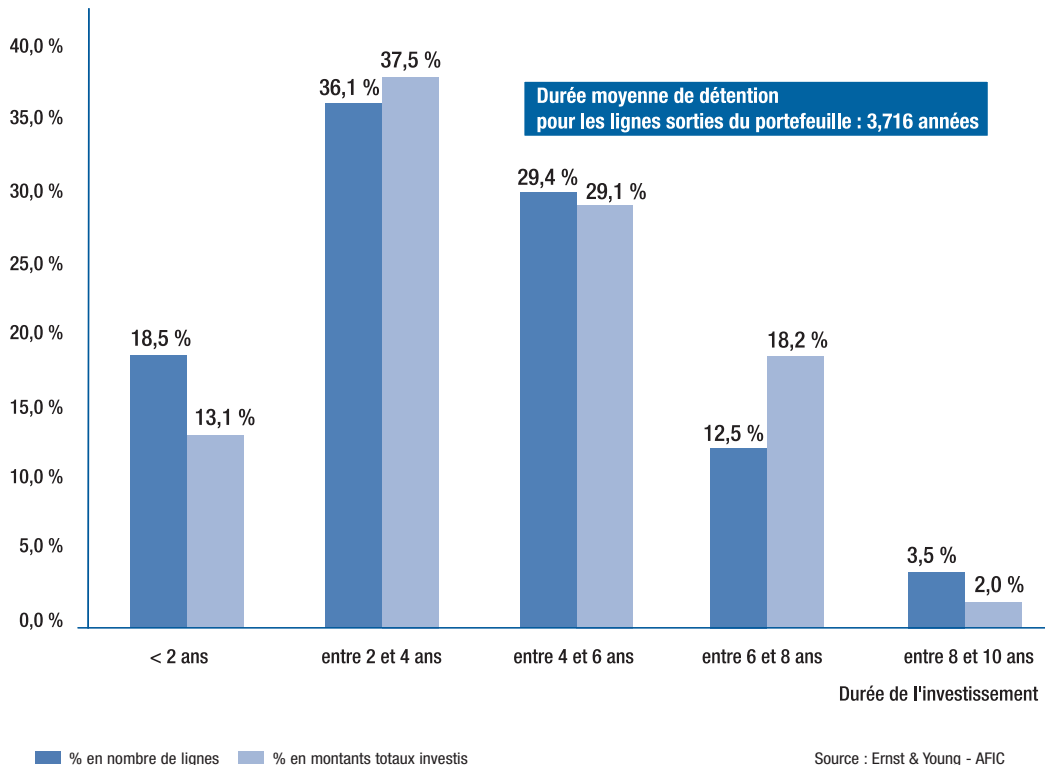
La durée moyenne de détention d'une participation en portefeuille est de 3,7 années. Cette durée est identique à celle obtenue sur l'ensemble des investissements.

Les principales conclusions qui ressortent du graphique ci-dessus sont les suivantes :

- 53,7 % des lignes en portefeuille sont détenues depuis moins de 4 ans. Elles représentent 71,8 % des montants investis,
- 81,7 % des lignes en portefeuille sont détenues depuis moins de 6 ans. Elles représentent 90,2 % des montants investis,
- Le poids des participations détenues depuis plus de 8 ans reste faible avec respectivement 4,9 % des investissements réalisés et 1,6 % des montants investis au cours des 10 dernières années.

→ Pour les lignes sorties du portefeuille

Répartition des lignes d'investissement et des montants investis en fonction de leur durée pour les lignes sorties du portefeuille



La durée moyenne de détention pour les participations sorties du portefeuille est de 3,7 années. Cette durée est identique à celle obtenue sur l'ensemble des investissements.

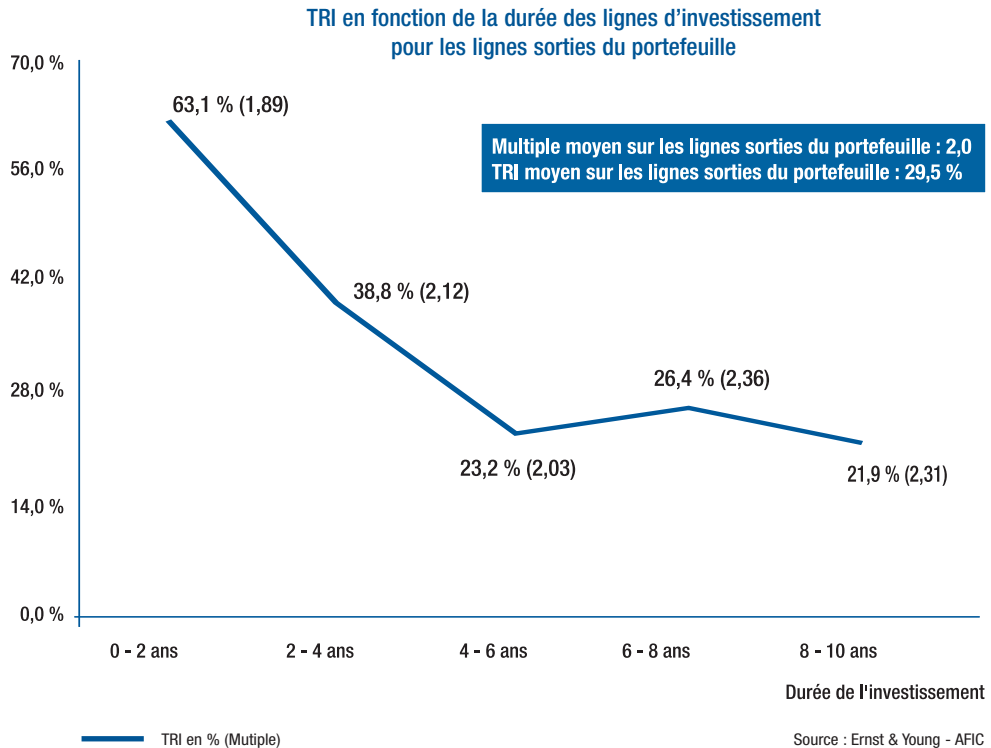
Les principales conclusions qui ressortent de cette analyse sont les suivantes :

- 54,6 % des lignes sorties du portefeuille ont eu une durée de détention inférieure ou égale à 4 ans. Elles représentent 50,6 % des montants investis,
- 84,0 % des lignes sorties du portefeuille ont eu une durée de détention inférieure ou égale à 6 ans. Elles représentent 79,7 % des montants investis,
- Le poids des participations détenues pendant plus de 8 ans reste faible avec respectivement 3,5 % des investissements réalisés et 2,0 % des montants investis au cours des 10 dernières années.

7.2 Performance et durée de détention

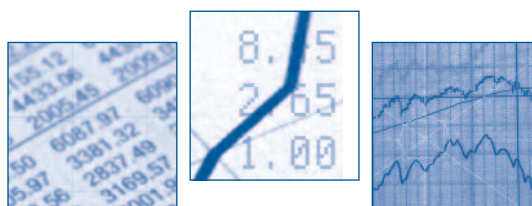
Le graphique ci-dessous représente, pour l'ensemble des lignes d'investissements sorties du portefeuille au cours des 10 dernières années, l'évolution de la performance brute en fonction de la durée de détention.

Ainsi, le TRI brut entre 2 et 4 ans fait référence aussi bien à des transactions initiées en 1996 et sorties en 1999 qu'à des transactions initiées en 2001 et sorties en 2005.

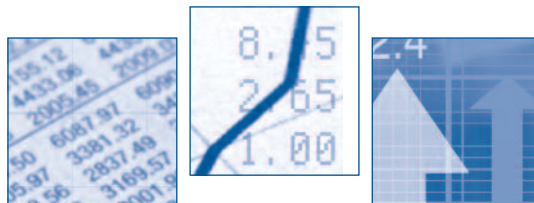


Ce graphe montre que :

- les niveaux de TRI les plus élevés, constatés sur les investissements cédés au cours des 10 dernières années, sont ceux atteints par les investissements détenus pendant moins de 4 ans. La performance est de 63,1 % pour les investissements cédés en moins de deux ans et de 38,8 % pour ceux cédés entre 2 et 4 ans. Elle est comprise entre 22 % et 26 % pour les investissements détenus entre 4 et 10 ans,
- à l'inverse, les multiples ont tendance à augmenter avec la durée de détention. Ainsi, le multiple des lignes détenues entre 6 et 8 ans est d'environ 2,3. Il est supérieur au multiple des lignes cédées après moins de 4 ans, qui est de l'ordre de 2. En revanche, le multiple stagne, voire baisse légèrement, pour les durées de détention supérieures à 8 ans,
- pour les lignes détenues entre 4 et 6 ans, les performances en termes de TRI et de multiple ont été affectées par l'éclatement de la bulle Internet, puisque près de 70 % des montants investis sur cette tranche l'ont été entre 1999 et 2001.



PERFORMANCE EN FONCTION DU STATUT DU FONDS



1. PERFORMANCE À 10 ANS (À BASE COMPARABLE)

Le tableau ci-dessous représente, pour l'ensemble des investissements réalisés au cours des 10 dernières années, l'évolution de la performance brute en fonction du statut du fonds.

La comparaison de cette performance par rapport à l'étude 2004 est faite sur une base comparable de répondants.

TRI À 10 ANS (Montants en M€)	MONTANTS INVESTIS 2005	MONTANTS INVESTIS 2004	NB LIGNES 2005	NB LIGNES 2004	TRI 2005	TRI 2004
TRI global des répondants pris en compte dans ce calcul	15 600	13 668	4 838	4 615	18,1 %	15,8 %
F.C.P.R.	9 911	8 675	1 976	1 913	20,1 %	17,0 %
F.C.P.I. - F.I.P.	664	573	699	606	-3,9 %	-9,8 %
S.A.	1 719	1 356	793	748	12,8 %	16,8 %
S.C.R.	1 527	1 333	1 235	1 194	22,5 %	21,7 %
Autres (*)	1 779	1 731	135	154	14,7 %	11,3 %

Source : Ernst & Young - AFIC

Sur la base des réponses obtenues à 10 ans (représentant 71 % des montants investis et 77 % des lignes d'investissement au cours des 10 dernières années), il ressort que :

- le FCPR est le véhicule privilégié par les opérateurs français, avec 63 % des montants investis,
- seules les FCPI – FIP présentent des performances négatives. Cependant, il convient de rappeler que les souscripteurs de ces fonds bénéficient d'un abattement fiscal de 25 %,
- la performance sur 10 ans a progressé indifféremment de la structure juridique, à l'exception cependant des Sociétés Anonymes.

2. PERFORMANCE À 5 ANS (À BASE COMPARABLE)

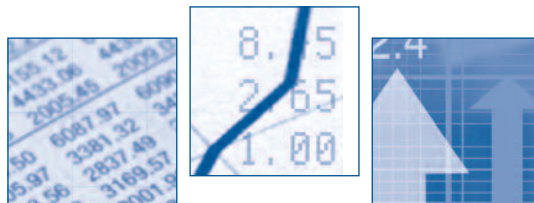
TRI À 5 ANS (Montants en M€)	MONTANTS INVESTIS 2005	MONTANTS INVESTIS 2004	NB LIGNES 2005	NB LIGNES 2004	TRI 2005	TRI 2004
TRI global des répondants pris en compte dans ce calcul	9 826	9 786	2 290	2 774	19,5 %	12,1 %
F.C.P.R.	6 317	6 315	903	1 177	24,8 %	12,5 %
F.C.P.I. - F.I.P.	445	510	481	556	-0,2 %	-10,5 %
S.A.	1 372	1 065	366	396	13,2 %	21,3 %
S.C.R.	647	707	494	598	18,9 %	10,7 %
Autres (*)	1 045	1 189	46	47	27,9 %	18,3 %

Source : Ernst & Young - AFIC

Sur la base des réponses obtenues à 5 ans (représentant 69 % des montants investis et 74 % des lignes d'investissement au cours des 10 dernières années), il en ressort des tendances similaires à celles décrites précédemment sur 10 ans.

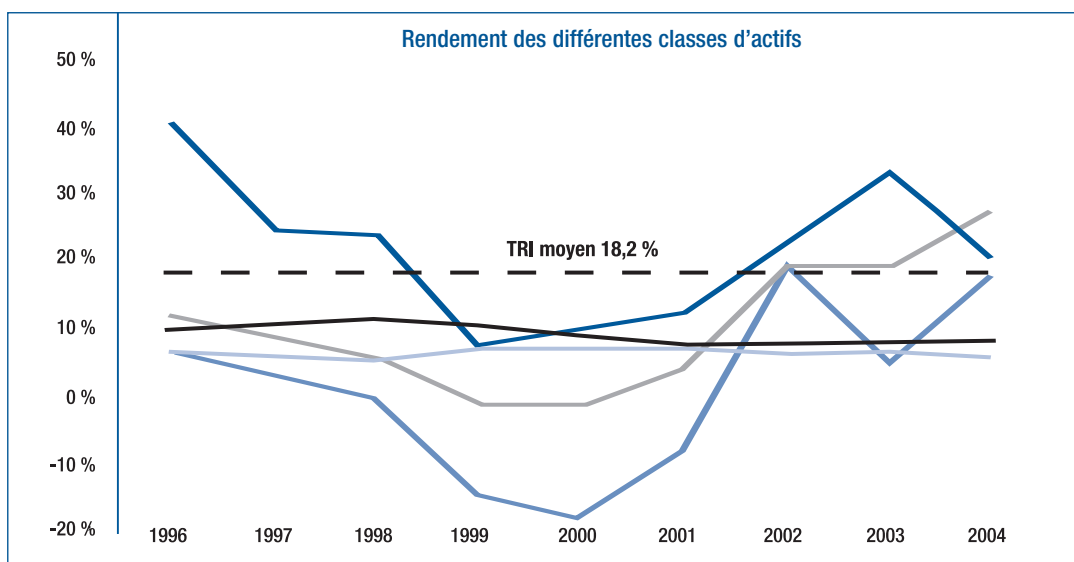
(*) La catégorie Autres inclus les SAS, les SCA, les Limited Partnership et les autres véhicules de droit étranger dont l'activité est conduite par les équipes françaises en France.

COMPARATIF DE LA RENTABILITÉ DU CAPITAL INVESTISSEMENT PAR RAPPORT À DES INDICES DE RÉFÉRENCE



Le graphique ci dessous représente le rendement mesuré à fin 2005 par année d'investissement et par classe d'actifs.

Les rendements du Capital Investissement qui sont présentés ne prennent pas en compte les frais de gestion, le carried interest et l'impact de la trésorerie. Il s'agit du TRI brut par année d'investissement présenté en section 1- *Evolution du TRI brut par année d'investissement (Vintage Year)*.



Source : Ernst & Young - AFIC - CDC IXIS Capital Markets

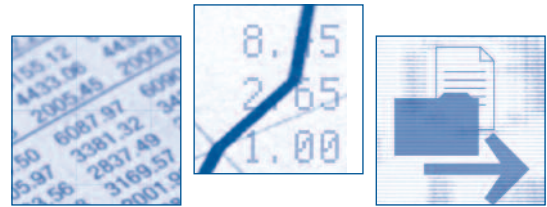
- Capital Investissement
- Obligations (emprunts d'Etat)
- Actions
- Actions Technologiques
- Immobilier (bureaux)
- - - TRI Moyen du Capital Investissement

Le Capital Investissement continue d'afficher une rentabilité élevée sur les dix dernières années d'investissement, essentiellement au regard de la performance d'autres classes d'actifs.

En effet, tous millésimes confondus, le Capital Investissement affiche une performance supérieure aux meilleures classes d'actifs entre 1996 et 2004 à l'exception des millésimes 1999 et 2000 en léger retrait par rapport au rendement immobilier et 2004 en retrait par rapport au rendement de la bourse.

Bien qu'il n'ait pas échappé aux effets d'une conjoncture économique peu favorable, le Capital Investissement maintient des performances solides.

ANNEXES



ANNEXE 1 MÉTHODOLOGIE DU CALCUL DU TRI BRUT

Les performances de l'étude sont exprimées en taux de rentabilité interne brut ("TRI brut") c'est-à-dire hors déduction des frais de gestion, de l'intéressement des gestionnaires (carried interest) et de l'impact de la trésorerie.

Le TRI est le taux d'actualisation annuel tel que la valeur actualisée des flux positifs (revenus et montants des cessions ou valeur estimative) est égale à la valeur actualisée des flux négatifs (investissements).

Le TRI global a été calculé sur une base annuelle en prenant en compte l'ensemble des lignes d'investissement réalisées au cours des seules dix dernières années (1996-2005). Dans un souci de cohérence et par simplification, l'ensemble des flux positifs ou négatifs est positionné en milieu d'année à l'exception des valeurs estimatives des sociétés encore en portefeuille qui sont positionnées en fin d'année 2005.

Les valeurs estimatives ont un poids très significatif dans le mode de calcul du TRI des sociétés encore en portefeuille. Elles sont en principe déterminées conformément aux recommandations du guide d'évaluation et de reporting de l'AFIC (en règle générale, application de multiples, discounted cash flow, actif net réévalué,...).

Pour le TRI brut, les montants investis comprennent tous les flux du fonds vers la société, notamment l'investissement initial, les acquisitions complémentaires de titres et les augmentations de capital.

Une sortie de portefeuille correspond à une cession de ligne d'investissement réalisée avec ou sans plus-values.

ANNEXE 2 LEXIQUE DES DIFFÉRENTS TYPES D'INTERVENTIONS DES INVESTISSEURS EN CAPITAL

Sous la rubrique **Capital Risque**, sont regroupées les opérations en seed capital, en capital création et en capital post-création :

- Seed :** financement destiné à une entreprise avant sa création (capital d'amorçage).
- Création :** financement de l'entreprise en début de création ou au tout début de son activité. Elle n'a pas commercialisé son produit. Le financement est destiné au développement du produit et à sa première commercialisation.
- Post-création :** l'entreprise a déjà achevé le développement d'un produit et a besoin de capitaux pour en démarrer la fabrication et la commercialisation.

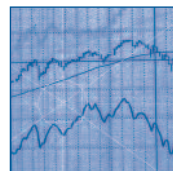
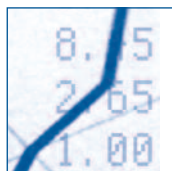
Sous la rubrique **Capital Développement** sont repris les financements en fonds propres d'entreprises ayant atteint leur seuil de rentabilité et dégageant des profits. Les fonds sont employés pour augmenter les capacités de production et la force de vente, pour financer le développement de nouveaux produits ou des acquisitions, et/ou pour accroître leur fonds de roulement.

Sous la rubrique **Capital Transmission / LBO** sont repris les différents types de "buy out" ainsi que les Rachats d'Entreprises par les Salariés. Les capitaux sont destinés à permettre l'acquisition par la direction existante, ou par une nouvelle équipe, et par les investisseurs d'une société déjà établie. Ce peut être également un financement visant à créer une société holding pour acquérir une ou plusieurs entreprises existantes, notamment dans le cadre de successions patrimoniales ou pour préparer une introduction en bourse.

La catégorie **Autres** correspond à la réalisation d'opérations n'ayant pu être rattachées d'une façon ou d'une autre à une des catégories précédentes d'après les réponses apportées aux questionnaires. Il s'agit par exemple de rachats de positions minoritaires.

**ANNEXE 3
LISTE DES MEMBRES
AYANT PARTICIPÉ
À L'ÉTUDE 2005**

21, Centrale Partners
3i
ABN Amro Capital France
Acland Capital Investissement
Activa Capital
Advent International
AGF Private Equity
Alven Capital
Apax Partners SA
Argos Soditic France
Astorg Partners
AtriA Capital Partenaires
Aurel NextStage
Avenir Entreprises Gestion
Avenir Tourisme
AXA Private Equity
Banexi Capital Partenaires
Banexi Ventures Partners
Barclays Private Equity France
Bioam Gestion
Bridgepoint Capital
Capzanine
Carvest
CDC Entreprises Capital
CDC Entreprises - FP Gestion
CDC Entreprises Innovation
CDC Entreprises - Services Industrie
CIC Banque de Vizille
CIC Finance
CIC Vizille Capital Innovation
Ciclad
Cobalt Capital
Crédit Agricole Private Equity
Croissance Nord Pas-de-Calais
Développement & Partenariat
Duke Street Capital Ltd
Edmond de Rothschild Capital Partners
Elaia Partners
Electra Partners Europe SA
Emertec Gestion
EPF Partners
Equitis
Eurazeo
Eurefi
Euromezzanine Conseil
Finadvance
Fonds Partenaires Gestion
Galia Gestion
Galileo Partners
Grand-Ouest Gestion
ICSO Gestion
Ile-de-France Développement
Industries & Finances Partenaires
Initiative & Finance
Innovacom
Innoven Partenaires
IPO
IRDI
Isis Développement
LBO France Gestion
LC Capital
LMBO
MBO Partenaires
Midi Capital
Natexis Industrie Management
Natexis Investissement
Naxicap Partners
Nord Europe Private Equity
Odyssée Venture
OFI Private Equity
OTC Asset Management
PAI Partners
Paluel-Marmont Capital
Paris Orléans
Pechel
Perfectis Private Equity
Rothschild et Cie Gestion
Sade
Schneider Electric Ventures
SG Capital Développement
SGAM AI Private Equity
Sigefi Private Equity - Groupe Siparex
SNVB Participations
Sodero Gestion
Sofimac Partners
Sofinnova Partners
SPEF LBO
SPTF
Sudinnova SA
Synergie Finance Gestion
TCR Capital
Techfund Capital Europe Management
Turenne Capital Partenaires
Ventech
VPSA
Wendel Investissement
XAnge Private Equity



**ANNEXE 4
PRÉSENTATION
DE L'AFIC ET DE
ERNST & YOUNG**

AFIC

Association Française des Investisseurs en Capital

L'AFIC regroupe l'ensemble des professionnels du Capital Investissement en France. Elle accompagne et facilite la croissance rapide du Capital Investissement en France par son action dans les principaux domaines suivants :

- **la mise au point et la diffusion de règles déontologiques** qui encadrent l'exercice du métier,
- **le dialogue avec les pouvoirs publics**, afin d'améliorer le cadre réglementaire dans lequel s'exerce l'activité,
- **le recueil, l'analyse et la publication** des statistiques de référence de la profession,
- **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 d'autres pays européens ou aux Etats-Unis,
- **la formation des professionnels**, qui a concerné en 2005 plus de 650 personnes.

L'AFIC compte actuellement 228 membres actifs – investisseurs – et 150 membres associés – professionnels des métiers liés au Capital Investissement : avocats, auditeurs, banquiers, conseils, ...

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

www.afic.asso.fr

ERNST & YOUNG

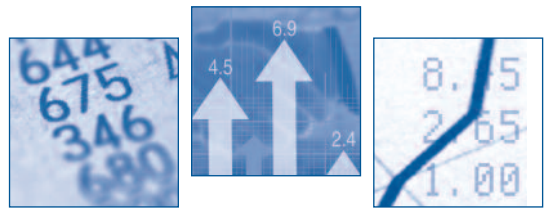
Ernst & Young, entreprise de conseil spécialisée en audit, droit et finance, aide les entreprises à reconnaître et à exploiter leurs opportunités commerciales. Nous visons à apporter à nos clients des solutions innovantes mais pragmatiques, de la conception à la mise en oeuvre.

Ernst & Young propose à ses clients cinq gammes de services : Audit, Transactions, Services aux Entrepreneurs, Externalisation, Management de Transition et Juridique & Fiscal et chaque gamme de services comprend de nombreux domaines de spécialisation.

Avec plus de 100 000 collaborateurs dans le monde entier dont 5 000 en France, nous avons enregistré en 2003 un chiffre d'affaires mondial de 14,5 milliards de dollars et 650 millions d'euros pour la France.

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

www.ey.com



NOTES





Le capital
investissement

Association Française des
**INVESTISSEURS
EN CAPITAL**

La Maison du Capital Investissement
23, rue de l'Arcade - 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