

La Gestion passe au crible les petites et moyennes capitalisations

Achévé de rédiger le 27 mars 2024

Pensez-vous que le contexte est propice pour s'intéresser aux petites et moyennes valeurs ?

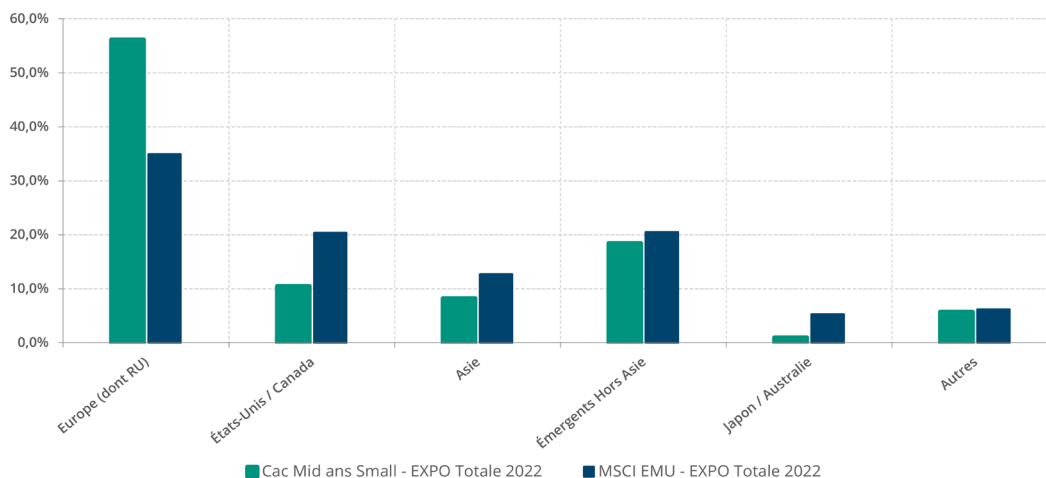
Dans un monde où les tensions géopolitiques s'intensifient, nous assistons à une certaine remise en question du multilatéralisme et même du libre-échange, en faveur de la régionalisation. Les grandes entreprises ont longtemps bénéficié de l'optimisation des chaînes de production, de l'accès aux matières premières et à une main-d'œuvre abondante et peu chère. A présent, elles vont devoir relocaliser une partie de leur production, en s'adressant à des partenaires plus domestiques. Dans ce contexte, il est pertinent de considérer des sociétés à caractère plus local, moins dépendantes de la mondialisation pour leur développement. Ces sociétés européennes domestiques profiteront également du statut de fournisseurs locaux des grandes multinationales. D'où l'intérêt de la classe d'actifs des petites et moyennes entreprises.

Qu'est-ce que les petites et moyennes valeurs ?

C'est une classe d'actifs à part entière.

Le chiffre d'affaires des petites et moyennes sociétés est plus local, concentré sur l'Europe. Celle-ci représente 60% du chiffres d'affaires en moyenne pour les valeurs de l'indice « CAC Mid & Small » contre 35% pour les grandes valeurs de l'indice MSCI EMU.

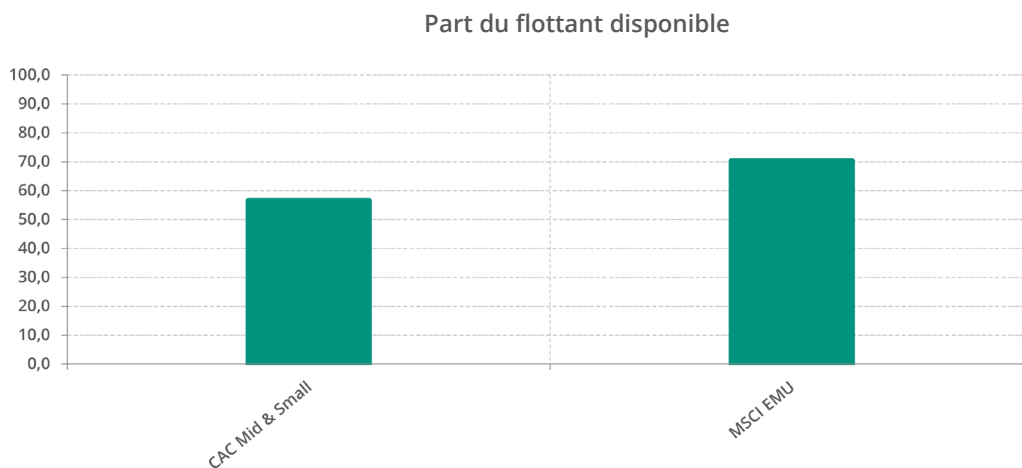
Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Par ailleurs, le périmètre d'activité des petites et moyennes sociétés est souvent ciblé sur un seul métier, alors que les grandes entreprises ont tendances à couvrir un spectre plus large d'activités.

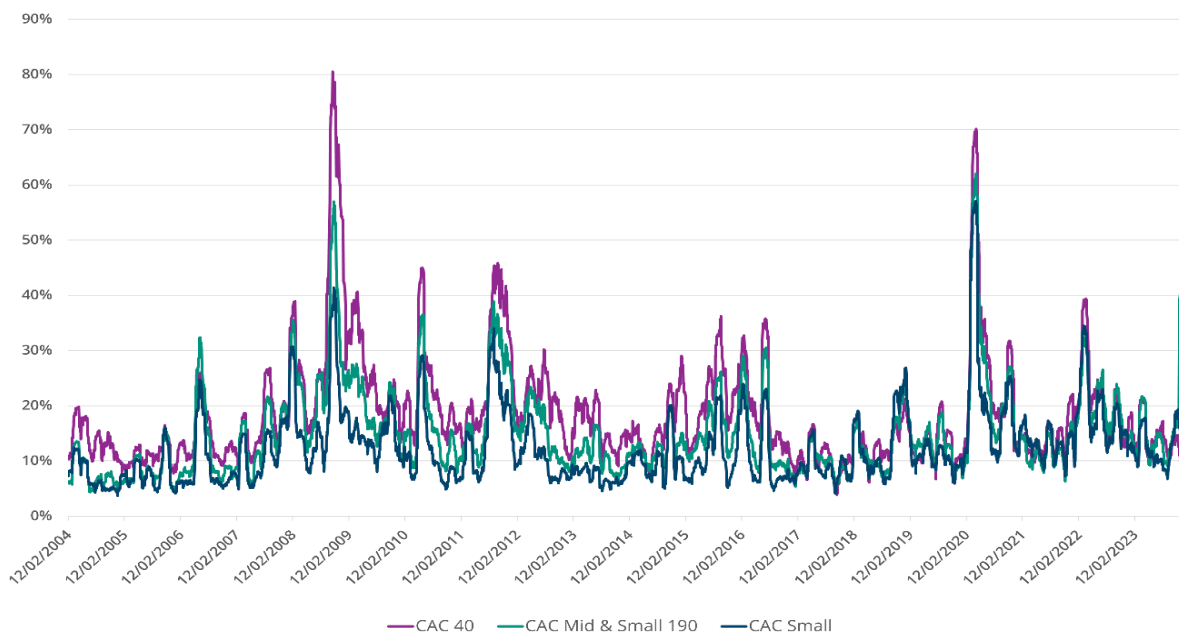
Ce segment de la cote est moins liquide que celui des grandes valeurs notamment à cause d'un flottant plus limité : **56% contre 70% en moyenne** pour les grandes valeurs.



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Dernier élément à souligner : les indices sur ce segment en France ne sont pas plus volatils que les indices de grandes valeurs.

Volatilité comparée des indices boursiers sur 20 ans



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Une classe d'actifs délaissée, pour quelles raisons ?

1. Les flux

Les flux sortants sur les fonds de petites et moyennes valeurs en Europe ont été conséquents : 13 milliards d'euros de sorties nettes en 2023 après 23 milliards d'euros en 2022.

2023			
	Flux net	OPC	ETF
Actions européennes	-74,5	-81,5	7
Grandes capitalisations	-61,9	-69,2	7,2
Petites et moyennes capitalisations	-12,6	-12,3	-0,3
Obligations	45,5	15,4	30,1
Euro	42,8	18,1	24,7
Europe Hors Euro	2,6	-2,7	5,4
Monétaire	38,5	36,9	1,6

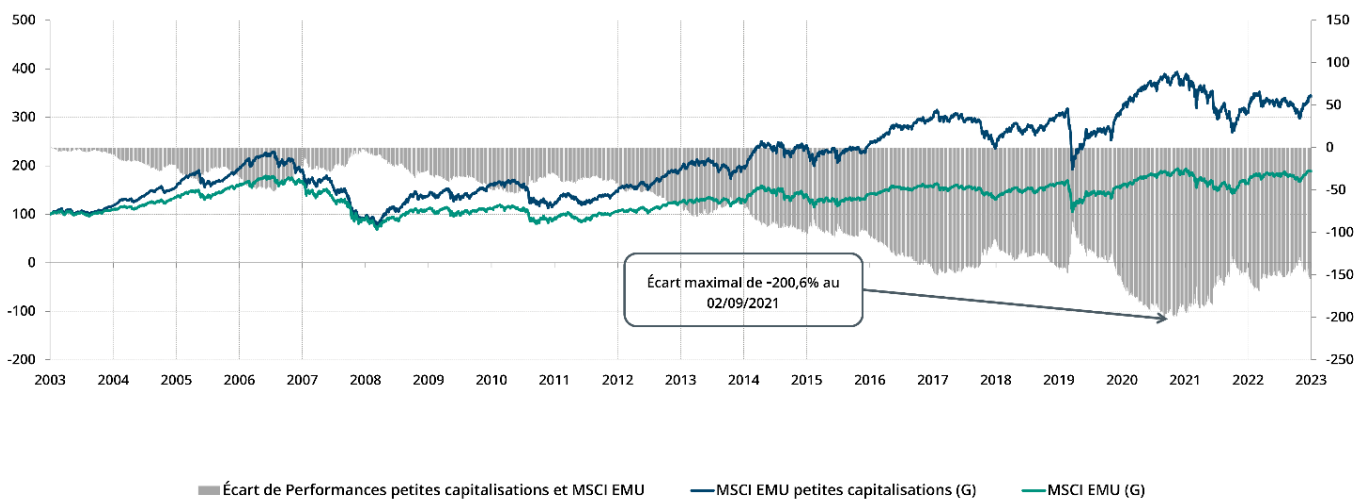
2022			
	Flux net	OPC	ETF
Actions européennes	-117,3	-101,6	-15,7
Grandes capitalisations	-90,8	-78,4	-12,3
Petites et moyennes capitalisations	-26,5	-23,2	-3,3
Obligations	-36,4	-56,7	20,3
Euro	-34,8	-52,5	17,7
Europe Hors Euro	-1,6	-4,2	2,5
Monétaire	7,6	6,5	1,2

Source : Morningstar

2. Changement de politique monétaire

Entre 2008 et 2019, les petites valeurs ont enregistré une meilleure performance que les grandes valeurs aidées par des politiques monétaires accommodantes favorisant le financement de leur croissance, un déterminant important pour les petites sociétés qui sont encore à un stade précoce de leur développement.

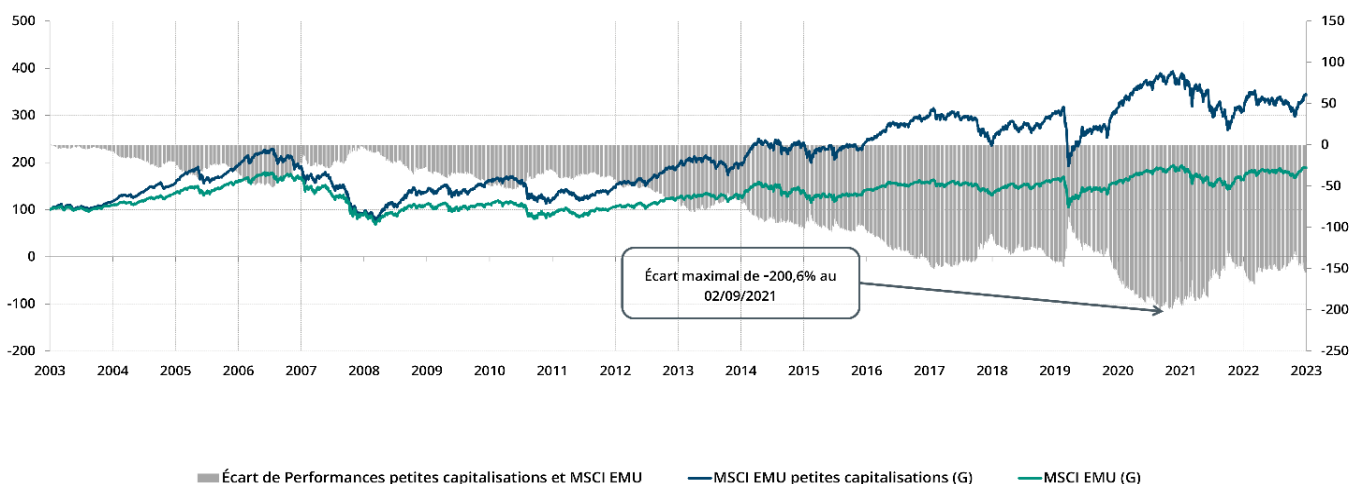
Évolution du MSCI EMU contre l'indice petites capitalisations



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

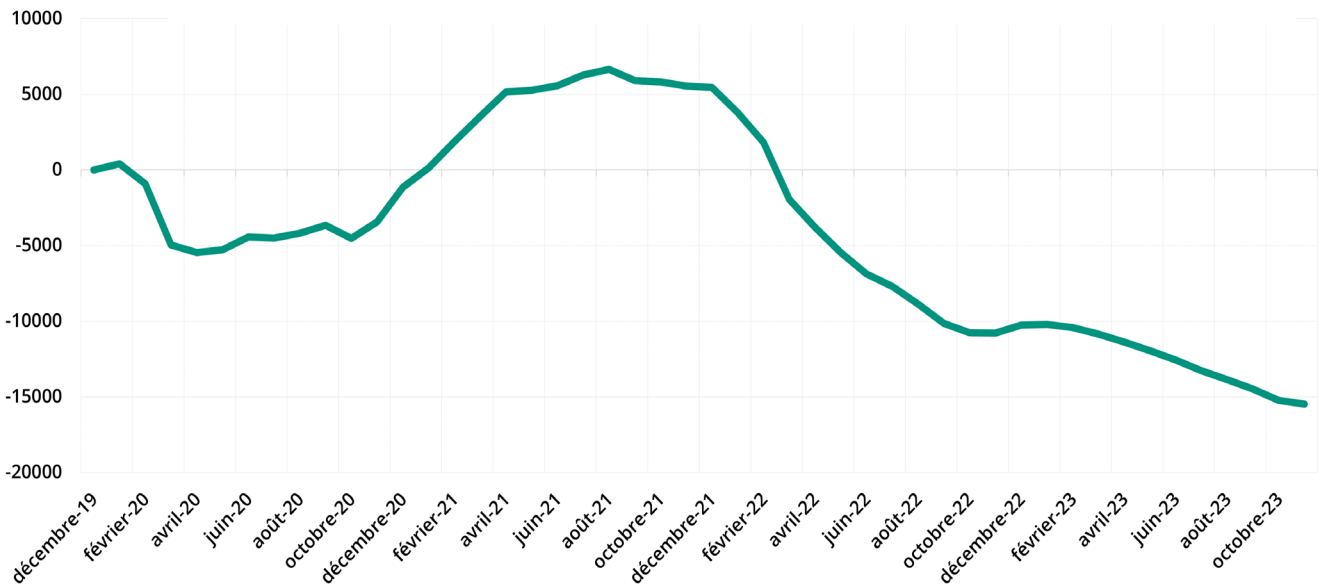
Toutefois, depuis fin 2019, les petites et moyennes valeurs européennes sont délaissées par les investisseurs. Ce mouvement de sous-performance par rapport aux grandes valeurs s'est accentué à partir du printemps 2022 coïncidant avec le début du resserrement monétaire opéré par les banquiers centraux.

Évolution du MSCI EMU contre l'indice petites capitalisations



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Flux sur les actions européennes de petites et moyennes capitalisations

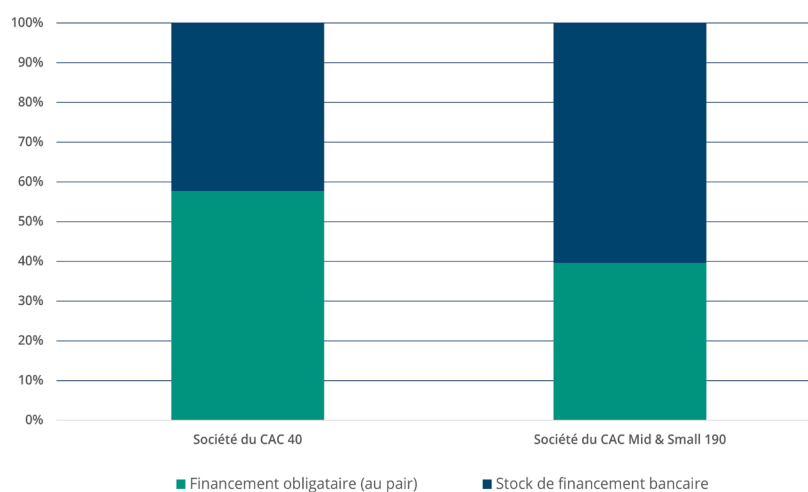


Sources : Morningstar, Covéa Finance

Le durcissement des conditions de financement se fait sentir et l'augmentation des charges d'intérêt pénalise les entreprises. D'autant plus que les petites et moyennes sociétés recourent davantage aux financements bancaires qu'obligataires. Le financement bancaire, souvent à taux variable, représente 60% de la dette brute de l'indice CAC Mid & Small contre 40% pour les sociétés du CAC 40. Selon la Banque de France, l'octroi d'un crédit bancaire de plus d'un million d'euros se faisait à un taux de près de 5% en décembre 2023 contre moins de 3,5% pour un financement par titre de dette. C'est pourquoi il devient plus cher pour les petites sociétés de financer leur croissance.

D'autre part, les prêts garantis par les états doivent être remboursés à terme.

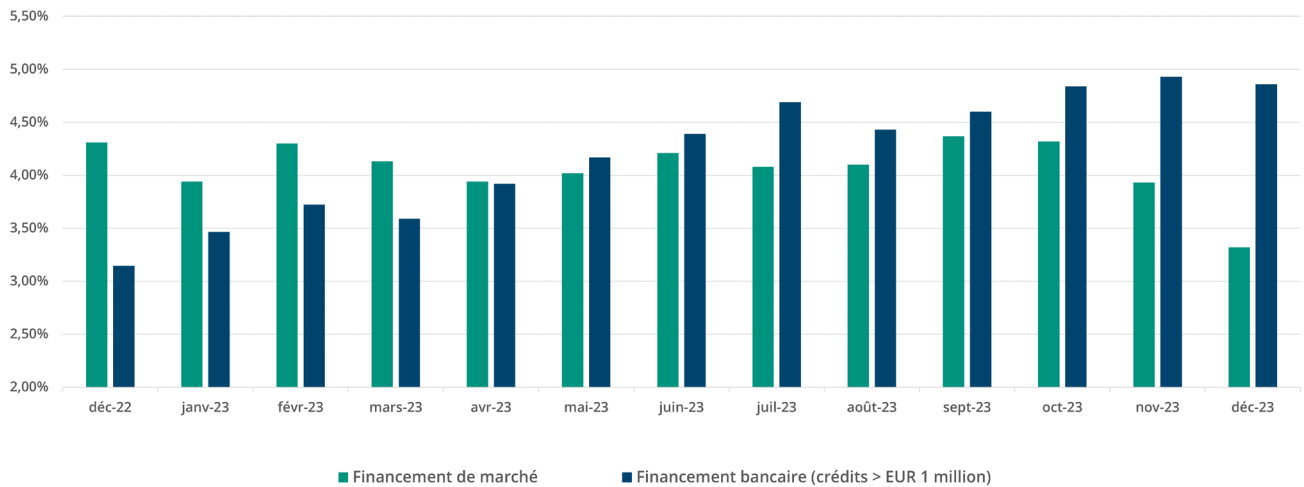
Répartition de la dette brute entre dette bancaire et obligataire des sociétés*, fin 2022



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

*Hors banques et assureurs

Comparatif des coûts de financement en France

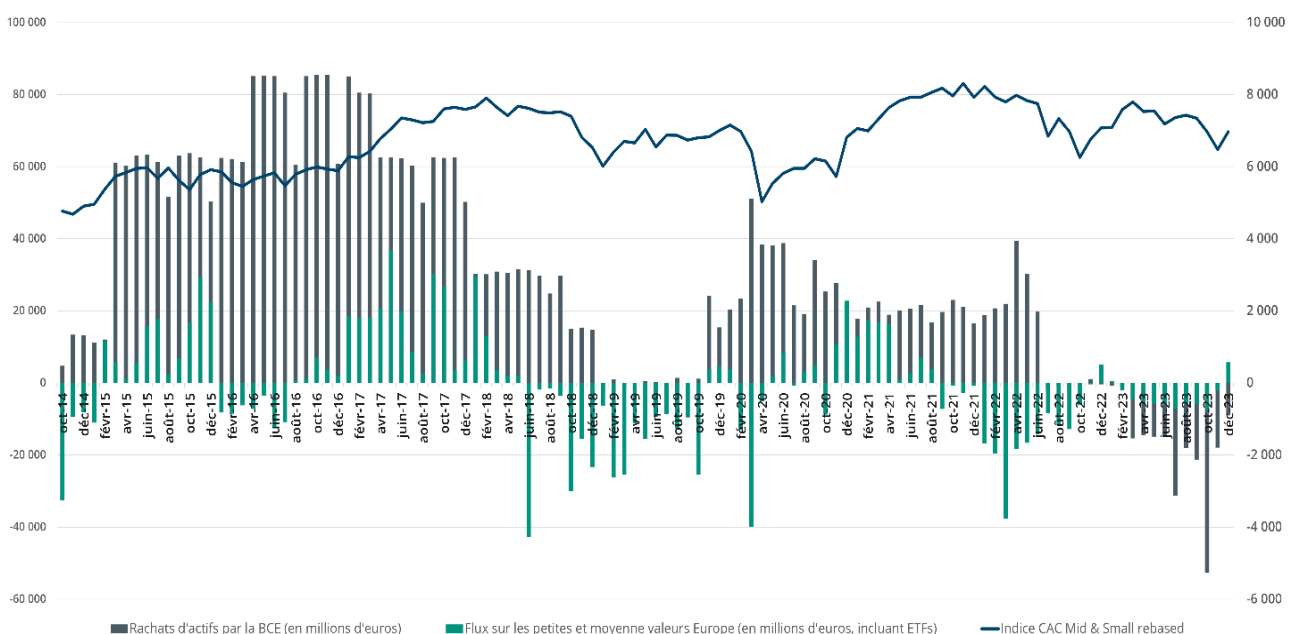


Sources : Banque de France

3. Tariesement de la liquidité

A partir de 2014, les politiques de rachats d'actifs des banques centrales notamment la Banque Centrale Européenne (BCE) ont favorisé une liquidité abondante. Celle-ci a incité les investisseurs à investir dans des actifs plus risqués, d'où les flux entrants vers les petites et moyennes valeurs, ce qui explique la performance de la classe d'actifs. A contrario, les flux entrants se sont tari lorsque la BCE a cessé de le faire.

Corrélation entre les rachats d'actifs de la BCE, les flux et la performance de la classe d'actifs



Sources : Banque Centrale européenne, Bloomberg, Covéa Finance

4. Montée en puissance de la gestion passive

La montée en puissance de la gestion passive a favorisé les grandes capitalisations dont les indices sont facilement répliquables par les fonds indiciels ou ETFs. En revanche, les ETFs sur les indices de petites et moyennes capitalisations sont rares et proposent des frais en moyenne 50% plus élevés que les ETF sur les indices de grandes valeurs (source : département Multigestion Covéa Finance) d'où l'intérêt pour l'investisseur de s'y exposer en direct ou via un fonds.

Quelles sont les opportunités d'investissement pour cette classe d'actifs ?

Une classe d'actifs avec des opportunités d'investissement

La richesse et la diversité de ce gisement d'entreprises constituent un atout indéniable pour l'investisseur. En zone euro, on dénombre près de **2 500 valeurs de moins de 10 milliards d'euros de capitalisation boursière**.

L'investisseur a ainsi l'opportunité d'investir dans des secteurs ou sous-secteurs qui sont marginalement représentés parmi les grandes capitalisations, à cause des activités plus spécifiques des petites et moyennes sociétés. Par exemple, le secteur de la santé animale est absent des indices de grandes valeurs européennes mais accessible via le segment des petites et moyennes valeurs. Ces sociétés ont l'avantage d'avoir leur propre cycle de croissance indépendamment de la croissance en Europe qui reste modeste. Les petites et moyennes valeurs sont ainsi des vecteurs d'investissement uniques sur des niches de croissances. Comme les activités des petites et moyennes sociétés sont plus ciblées, l'investisseur a la possibilité de très bien cerner les produits ou services et les marchés des sociétés dans lesquels il investit.

L'attrait des sociétés familiales

Dans la même logique, les sociétés familiales sont principalement accessibles via le segment des petites et moyennes valeurs. Elles se caractérisent par une participation importante de la famille fondatrice au capital. Cette dernière est fortement impliquée dans la gestion opérationnelle et stratégique.

De plus, ce sont des entreprises, certes conservatrices, mais avec des situations financières solides, un auto-financement suffisant pour gérer leur croissance. D'ailleurs, les sociétés familiales ont rarement recours à des augmentations de capital afin d'éviter la dilution.

Le management de ces sociétés alloue son capital de façon à accompagner une stratégie de long terme, ce qui confère un alignement des intérêts avec les actionnaires minoritaires.

Les petites et moyennes sociétés peuvent également constituer des cibles potentielles. Lorsqu'elles sont entrepreneuriales ou familiales, elles sont susceptibles de faire l'objet de rachat par l'actionnaire majoritaire. Citons comme exemple la sortie de la cote du fabricant de matériel de bureau Manutan en 2022. La société n'arrivait pas à attirer les investisseurs et a été retirée de la cote par la famille avec une prime de plus de 50%.

Cet attrait est illustré par l'intérêt des fonds de capital-investissement d'autant qu'ils ont des capitaux à investir ; la récente OPA de Blackstone sur la société de services informatiques SII est un bon exemple.

Quelle est l'approche de Covéa Finance ?

1. Notre recherche interne, **analyse financière et extra-financière**, est une force qui nous permet d'étudier en profondeur des sociétés souvent peu suivies par les analystes de marché. L'intérêt d'investir dans les petites et moyennes valeurs, c'est aussi la possibilité d'avoir un dialogue régulier avec des dirigeants de sociétés plus accessibles que les dirigeants de grandes sociétés. Covéa Finance a l'avantage de pouvoir déployer les ressources nécessaires afin d'étudier en profondeur ces sociétés. Nous effectuons ainsi de nombreux déplacements afin d'aller à la rencontre des sociétés dans lesquelles nous investissons.
2. Nous apportons une attention particulière à la **construction de portefeuille** en veillant à diversifier nos risques embarqués et en particulier sur la moindre liquidité de petites et moyennes valeurs. Le niveau de pondération d'un titre dépend de la qualité de la société et de nos convictions. Dans les fortes pondérations (synonyme de conviction), nous privilégions les sociétés dont les activités ont des barrières à l'entrée avec une capacité de fixation de prix. Puis, nous ajoutons des sociétés en développement dans une proportion mesurée. Enfin, nous veillons à ne pas superposer des valeurs ayant des risques similaires par exemple celles ayant des sensibilités sur des facteurs comme les taux d'intérêts.

Comment, chez Covéa Finance, évaluez-vous le risque intrinsèque aux sociétés ?

Concernant notre gestion des risques intrinsèques aux sociétés, nous attachons une vigilance particulière à deux critères :

- D'une part, la structure financière des sociétés dans lesquelles nous investissons.
- D'autre part, les petites valeurs ont souvent une gouvernance moins structurée. Chez Covéa Finance, nous attachons donc une grande importance à l'étude de la composition du Conseil d'Administration, la rémunération des dirigeants, l'expérience du management.

C'est pourquoi, pour toute nouvelle valeur au sein du portefeuille, nous établissons une **matrice de risque dont l'objectif est d'évaluer la solidité bilantielle et opérationnelle des sociétés ainsi que la qualité de leur gouvernance**.

Pouvez-vous décrire le processus d'investissement de Covéa Perspectives Entreprises ?

Notre portefeuille est d'abord structuré par nos Perspectives Economiques et Financières (PEF). Ces dernières établissent trois fois par an des scénarii macro-économiques par zone géographique qui sont déclinés dans notre portefeuille. **Le PEF nous donne ainsi un cadre d'investissement dont découlent les principales thématiques qui structurent le portefeuille**.

Quelles sont les thématiques auxquelles se rattachent les valeurs du portefeuille ?

Nous recherchons l'appartenance à une ou plusieurs des trois thématiques suivantes, basées sur des critères à la fois quantitatifs et qualitatifs :

Le segment des petites et moyennes valeurs offre un bon gisement de **sociétés à l'actionnariat familial**. Ces sociétés ont ainsi prouvé qu'elles avaient une bonne **capacité d'adaptation**. Nous apprécions la vision de long terme des dirigeants et leur prise de risque mesurée en raison de leur investissement personnel dans leur société. C'est pourquoi nous en avons fait la première thématique du fonds.

Afin d'augmenter la liquidité des valeurs en portefeuille et de diversifier le positionnement géographique des sociétés, nous avons choisi une deuxième thématique, celle des **sociétés leader sur leur marché**. Ce sont des valeurs moyennes et des sociétés plus matures que celles de la première thématique. Notre définition du leadership repose sur plusieurs critères ; Par exemple la capacité des sociétés à fixer les prix et donc de préserver leurs marges face à une hausse pérenne du coût des intrants. Une société leader démontre aussi une bonne exécution sur le long terme, que nous mesurons à l'aune de la consistance de la croissance de ses profits, de ses flux de trésorerie et de la maîtrise de son bilan. Sur ces critères, une entreprise leader sera capable de s'adapter aux changements structurels de son contexte opérationnel.

Enfin, **les sociétés avec un positionnement unique** constituent la troisième thématique. Nous l'avons choisie afin de nous positionner sur un attrait fondamental du segment des petites et moyennes valeurs : le fait qu'il donne accès à des secteurs et des niches de croissance peu ou pas représentés au sein des grandes valeurs. Nous investissons ainsi dans des **sociétés innovantes** qui proposent une solution ciblée permettant à leurs clients de gagner en productivité et s'adapter - Par exemple en automatisant leurs chaînes de production ou en offrant des solutions face aux contraintes de ressources.

En conclusion

Le fonds Covéa Perspectives Entreprises s'inscrit dans le cadre des grands enjeux que nous avons identifiés dans nos Perspectives Économiques et Financières - notamment la remise en question du multilatéralisme en faveur de la régionalisation et la reconstitution des chaînes d'approvisionnement au niveau local. Il permet donc à l'investisseur de s'exposer à des niches peu représentées au sein des grands indices.

Samir Ramdane

Responsable de l'équipe Gestion OPC Actions Européennes



Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Européennes



Si vous souhaitez en savoir plus sur notre fonds Covéa Perspectives Entreprises, cliquez sur notre la part qui vous intéresse.

[Covéa Perspectives Entreprises part A\(C\)](#)

[Covéa Perspectives Entreprises part I\(C\)](#)

AVERTISSEMENT ET MENTIONS LÉGALES

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considérée comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit et pourra faire l'objet de changements sans préavis de notre part. Ce document ne constitue ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers. Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Les sources utilisées sont considérées comme fiables, toutefois Covéa Finance décline toute responsabilité quant à une éventuelle inexactitude.

Toute reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Les principaux risques du fonds Covéa Perspectives Entreprises sont les suivants : risque actions, risque de perte en capital, risque lié à la gestion discrétionnaire, risque lié à l'investissement dans des petites et/ou moyennes capitalisations, risque de taux, risque de crédit, risque de change, risque de contrepartie, risque lié aux matières premières, risque lié à l'investissement dans des instruments dérivés et/ou titres intégrant des dérivés. Les risques cités ci-dessus ne sont pas limitatifs. Pour plus d'information, nous vous invitons à vous référer au DIC et au prospectus du fonds.

Risque particulier lié aux petites et moyennes capitalisations : le volume de ces titres peut être réduit d'où des variations de cours pouvant être importantes sur ce type d'investissement.

Avant toute souscription, vous devez vous référer aux derniers DIC consultables sur le site Internet de Covéa Finance : www.covea-finance.fr, sur lesquels figurent la stratégie d'investissement et les risques associés à nos fonds.

Source : Covéa Finance