

Valeurs moyennes le gérant fait la différence

Les actions des PME ont connu une progression spectaculaire. Mais ces valeurs sont désormais moins attractives que les grandes.

Dans un contexte de taux d'intérêt bas, de marchés d'actions peu dynamiques depuis le début de l'année et de résultats décevants de la gestion dite « alternative », les investisseurs cherchent de nouvelles opportunités. Investir dans des valeurs petites ou moyennes (capitalisations boursières inférieures au milliard d'euros) a pu ainsi leur paraître attractif. Depuis deux ans, ces valeurs ont connu en moyenne une progression spectaculaire (l'indice MidCAC en France est en hausse de 90% depuis mai 2003), bien supérieure à celle observée sur les grandes valeurs (40% de hausse « seulement » sur la même période pour le CAC 40).

Mais après cette hausse continue, leurs valorisations boursières atteignent des niveaux peu attractifs pour l'investisseur à long terme si on les compare aux grandes valeurs. Le



Par **Olivier Davanne et Thierry Pujol**
Associés de DPA Conseil

taux de dividende est ainsi maintenant près de deux fois plus faible pour les entreprises composant l'indice MidCAC que pour celles du CAC40. Leur PER (ratio cours/bénéfices) est quant à lui supérieur de 30%.

En théorie, de jeunes entreprises, avec de fortes perspectives de croissance et de forts besoins d'investissement, peuvent certes distribuer peu de dividendes tout en méritant un PER élevé. Mais il faut aussi tenir compte de risques plus élevés et les perspectives de croissance relatives des grandes et des petites valeurs ne semblent pas suffisantes pour justifier, en moyenne, l'écart actuel de valorisation. De fait, la situation paraît tout à fait exceptionnelle : les petites entreprises devaient généralement offrir dans le passé des taux de dividendes plus élevés que les grandes pour attirer les investisseurs (voir graphique). Et les investisseurs qui ont dans le passé investi sur les valeurs moyennes avec de tels écarts de valorisation relativement aux grandes, par exemple en 1994, n'ont guère été récompensés.

Faut-il alors totalement éviter cette classe d'actif ? Pas nécessairement et pour deux raisons. Tout d'abord, le risque sur les petites et moyennes valeurs ne semble pas immédiat. Ce secteur bénéficie d'un effet d'« entonnoir » qui voit des



Sur les cinq dernières années, les dix meilleurs gestionnaires de valeurs petites ou moyennes ont un rendement cumulé de 30%, les dix plus mauvais ont perdu 70%!

difficile de dénicher une « pépite » parmi les grandes capitalisations, suivies en permanence par des dizaines de gestionnaires, les petites sociétés mal connues offrent parfois des opportunités au gestionnaire spécialisé prêt à analyser de façon approfondie la cohérence des « business models » et la qualité du management.

Investir dans un fonds de petites capitalisations, c'est donc aussi faire un pari sur un gérant. Il est alors essentiel de séparer le bon grain de l'ivraie : sur les cinq dernières années les dix meilleurs gestionnaires de fonds dans la catégorie « petites sociétés françaises » avaient un rendement cumulé de 30% ; les dix plus mauvais avaient perdu 70% ! Au total, si les performances récentes ont été globalement très bonnes, les petites valeurs ne constituent certainement pas la solution miracle aux problèmes actuels des investisseurs à la recherche de rendement.

flux importants chercher à s'investir sur un secteur de taille relativement faible. La valeur cumulée de toutes ces sociétés, petites et moyennes, est très faible relativement aux mastodontes de la cote. Par exemple, la capitalisation boursière totale des 190 entreprises composant le nouvel indice Euronext CAC Mid & Small représente seulement 7% de celle du CAC 40... La collision actuelle entre une offre limitée et une demande forte peut continuer à faire monter le cours des petites relativement aux grandes. Mais, à terme, l'étroitesse du marché peut jouer dans les deux sens : si les flux de souscription s'assèchent ou si certains investisseurs attentifs aux valorisations prenaient leurs profits, la réaction du marché pourrait être assez violente.

Par ailleurs, cette classe d'actifs a un autre attrait : elle se prête particulièrement bien à la gestion dite active et on peut trouver des fonds ayant des performances bien supérieures à la moyenne. En effet, alors qu'il est