

## Les micro-caps cotées sont plus attractives que le private equity



*Par Götz Albert (en photo), managing partner et CIO de Lupus alpha.*

Les fonds de Private Equity (PE) ciblent en priorité les entreprises qui sont en phase d'expansion. Le PE est certes moins risqué que le capital-risque et dispose de plus de potentiel que les rachats d'entreprises, mais le compartiment des micro-caps comporte également de nombreuses entreprises dites «de croissance». On pourrait dire que les deux segments, le Private Equity et les micro-caps, sont tels des jumeaux, tout sauf identiques ! Ils ont en commun la capacité d'offrir un potentiel de rendement qui peut dépasser celui des actions des grandes capitalisations. Par ailleurs, toutes deux exigent des investisseurs un niveau d'expertise et de spécialisation élevé pour atteindre les objectifs de rendement.

Pendant les années de taux nuls, le Private Equity a connu une très forte collecte de la part des investisseurs qui voyaient ces taux bas voire nuls perdurer à très long terme. Au bout du compte, le quatrième trimestre 2022 aura complètement rebattu les cartes. La hausse des taux d'intérêt pèse ainsi sur les rendements attendus des fonds de Private Equity et met sous

le feu des projecteurs d'autres classes d'actifs. Ce nouvel environnement devrait perdurer et ce, malgré les récentes turbulences du marché autour de la Silicon Valley Bank et du Crédit Suisse.

Les fonds de Private Equity financent l'achat des entreprises de leur portefeuille avec un fort effet de levier et leur imputent en partie des coûts d'emprunt. Pendant plus d'une décennie, les taux d'intérêt n'ont pratiquement joué aucun rôle dans ce calcul alors qu'en juin 2012, le taux de référence de la BCE tombait même en dessous de 1%. Aujourd'hui, l'argent a retrouvé de la valeur, ce qui se traduit par une pression à la baisse sur les rendements des fonds de capital-investissement. En effet, les niveaux d'endettement élevés pèsent désormais sur les rendements du Private Equity par l'augmentation de la charge des intérêts sur les entreprises en portefeuille.

## **Le retournement du cycle du capital-investissement a commencé**

Les attentes en matière de rendement des investissements en Private Equity sont élevées. Selon l'étude «McKinsey Global Private Markets Review 2023», le rendement moyen des fonds lancés entre 2009 et 2019 était, il est vrai, de 20,1%. Cependant, il y avait un écart de 18 points de pourcentage entre le quartile supérieur et le quartile inférieur et nous faisons désormais face à un retournement. En effet, le fonds de croissance PE moyen a perdu en 2022 7,3 % jusqu'en septembre, toujours selon McKinsey. Le rapport «*Bain & Company Global Private Equity Report 2023*» souligne quant à lui que «*la hausse des taux d'intérêt a entraîné une forte baisse des transactions, des sorties et des levées de fonds au cours du second semestre de l'année 2022, signalant presque certainement un retournement de cycle*».

Les investisseurs continueront néanmoins à tirer de bons rendements des meilleurs fonds de *Private Equity*. La seule chose est que l'accès à ces acteurs qui à leur tour ont accès aux meilleures pépites, est limité. De fait, très peu d'investisseurs sont aujourd'hui en mesure de participer à ces fonds, et la plupart des investisseurs se retrouvent avec des fournisseurs et des portefeuilles d'entreprises de second rang.

Avec les micro-caps et les fonds associés, la situation est différente dans la mesure où chaque investisseur peut y accéder chaque jour via les marchés cotés. Les actions de quelque 1 500 micro-caps dont la capitalisation boursière oscille entre 50 à 300 millions d'euros peuvent être échangées sur les places boursières européennes. Si l'on élargit l'univers cible aux petites capitalisations (1.5 milliard EUR de capitalisation boursière), il faut ajouter un millier de sociétés.

Cet univers comprend de nombreuses entreprises qui, premièrement, disposent d'une liquidité suffisante disponible sur le marché boursier (bien que moins que les grandes capitalisations) deuxièmement, sont engagées sur une trajectoire de croissance parfois spectaculaire et, troisièmement, passent largement sous le radar de la plupart des analystes. Leur fort potentiel n'est donc pas toujours détecté par le marché au sens large - ici aussi, c'est l'oiseau matinal qui attrape le ver.

## Plus de transparence

Les fonds de Private Equity empruntent souvent des chemins détournés pour atteindre leurs objectifs. En tant qu'actionnaires majoritaires, ils peuvent influencer sur la stratégie et les équipes par l'intermédiaire des organes de surveillance, afin d'orienter les entreprises du portefeuille dans la direction qu'ils souhaitent - en vue d'une éventuelle introduction en bourse ou cession. La tendance actuelle est toutefois de se contenter de participations minoritaires, avec donc un champ d'intervention plus restreint dans les comités de direction. A l'inverse, les gérants *stock-picker* fondamentaux agissent différemment. Ils peuvent mettre en place leur idées d'investissement grâce à un large univers d'investissement, dans des sociétés soumises à une analyse fondamentale approfondie et détaillée. De plus, avec l'analyse des rapports annuels et trimestriels que les entreprises cotées sont obligées de publier, ils maintiennent un dialogue intense avec les dirigeants de l'entreprise. Ceci leur donne l'opportunité d'investir directement dans les belles valeurs en croissance.

Les micro-caps offrent également une plus grande transparence en termes de valorisation. La fixation quotidienne des prix permet aux investisseurs de gérer les risques en fonction de l'orientation du marché. En revanche, le Private Equity peut réserver de mauvaises surprises quand l'entreprise est passée au crible lors du prochain tour de financement ou, au plus tard, lors de sa cession. Comme au football, c'est la vérité du terrain qui prévaut.

Alors que les investisseurs des micro-caps peuvent céder rapidement leurs titres en cas d'évolution défavorable de l'entreprise, sous réserve d'une liquidité suffisante, l'investissement en *Private Equity* implique des engagements significatifs en capital et sur une durée élevée, de sept ou huit ans. L'issue de ce type d'investissement reste incertaine.

L'investissement dans les micro-caps peut toutefois se heurter à des difficultés en raison d'une volatilité trop élevée et d'une baisse prononcée de leurs cours. L'histoire a d'ailleurs montré qu'elles pouvaient être particulièrement affectées par des replis notables dans les phases de risk-off, quand bien même elles sont souvent enclines à se rétablir rapidement par

la suite. C'est ce que nous avons constaté l'année dernière, avec de fortes baisses de prix qui ont fait chuter les valorisations.

Pour les investisseurs à long terme, cette phase de repli offre des bonnes opportunités d'investissement, tandis que pour les fonds de Private Equity, dont la fréquence de valorisation est faible, ces revers ne se sont pas encore vraiment matérialisés. Reste que dans certains cas, la chute des valorisations et les dépréciations et amortissements qui en découlent ne se sont pas encore concrétisés, ce qui laisse présager de mauvaises surprises.

La question reste de savoir si les rendements des micro-caps à forte croissance peuvent être équivalents à ceux du Private Equity. Si l'on ajoute le rendement à long terme du marché pour les petites capitalisations, le potentiel d'alpha qu'apportent la transparence limitée du marché et la gestion active, on obtient un portefeuille concentré en micro-caps et petites-caps pouvant surperformer la performance moyenne du marché de plus de 10 %. Ceci emmène les investisseurs à des niveaux de performance très similaires à ceux des fonds de Private Equity, sans les inconvénients de cette classe d'actifs tels que l'engagement de capital sur le long terme.

Outre une trajectoire de croissance intacte, il est fondamental pour les entreprises cibles d'avoir des ratios bilantiels sains, un endettement faible et des bénéfices solides, en compléments de facteurs plus souples tels que le pourcentage d'actions détenues personnellement par la direction.

## **Les meilleurs s'introduisent en Bourse**

Cela m'amène à un argument qualitatif fondamental : en général, l'introduction en Bourse est l'issue la plus lucrative pour les entrepreneurs et les investisseurs en jeune phase. Les entreprises dont les produits et les modèles ont su convaincre n'hésitent pas à communiquer de manière transparente, acceptant volontiers les obligations d'informations imposées par les marchés. En revanche, les sociétés qui ne sont pas capables de répondre à ces prérequis ne basculent pas dans l'univers coté et continuent à rechercher des financements par le biais du Private Equity... jusqu'à ce que l'introduction en bourse redevienne d'actualité.

Enfin, les investissements minimums dans les fonds de Private Equity sont très élevés et doivent être placés – de manière sécurisée et donc à des taux d'intérêts bas – pendant des années avant que ces sommes soient appelées par le fonds au moment de l'acquisition de l'entreprise.

Dans les fonds de micro caps, en revanche, tout montant est investi directement sur le marché cible. C'est une autre raison pour laquelle je considère ces fonds comme une alternative prometteuse au Private Equity, non seulement pour les investisseurs institutionnels, mais aussi pour les investisseurs particuliers qui ont encore plus de difficultés à accéder aux meilleurs fonds de capital-investissement.

### **Les dernières actualités**