

# LES TABLES RONDDES

## DE FUNDS MAGAZINE

## Mid & small caps, une classe d'actifs bien placée pour profiter de la relance ?

Les marchés actions ont fait preuve de résilience en 2020, en dépit d'une crise sans précédent. Dans ce contexte, les mid & small caps ont plutôt bien tiré leur épingle du jeu au cours de la seconde partie de l'année.

- **Quel bilan peut-on faire de l'année écoulée pour les midcaps et les small caps ?**
- **Comment expliquer la surperformance par rapport aux large caps sur la fin de l'année ?**
- **Quels sont les atouts de la classe d'actifs dans le contexte actuel ? Les facteurs de soutien ?**
- **Quid de l'impact des plans de relance sur les valeurs moyennes ? Qu'apporte la création du nouveau label Relance ?**
- **Quels sont les risques à court et moyen terme ? Quid des valorisations ?**
- **Quels sont les thèmes ou les secteurs les plus attractifs ?**
- **Comment mettre en œuvre l'intégration des critères ESG et une approche responsable dans cet univers d'investissement ?**

**Quel bilan faites-vous de l'année écoulée pour les mid & small caps ? Comment s'est comporté ce segment de la cote durant la correction des marchés et par la suite ?**

**Raphaël Moreau**

L'année 2020 avait débuté avec un niveau de valorisation assez faible pour la classe d'actifs. Durant le premier trimestre, à l'instar des grandes valeurs, les cours de Bourse des mid & small caps ont chuté d'un tiers. Ces dernières n'ont donc pas sous-performé le CAC 40 ou les grands indices européens, ce qui est assez notable car, en période de krach, les small caps ont tendance à amplifier la baisse en raison des flux. Par la suite, il y a eu un fort rebond suivi d'une accélération en fin d'année. En France, par exemple, l'indice CAC Small a terminé l'année en hausse de 7 %, contre - 7 % pour le CAC 40, tandis que, en Europe, le MSCI Europe Small progresse de 5 %, contre - 5 % pour l'Euro Stoxx 50.

**Comment expliquez-vous la résistance au moment du krach alors que, habituellement, ce segment de la cote amplifie la baisse ?**

**Raphaël Moreau**

Ce segment de la cote avait souffert d'une désaffection des investisseurs durant les deux années précédentes. Les flux étaient régulièrement négatifs. Début 2020, les investisseurs n'étaient pas positionnés sur les petites valeurs, donc celles-ci n'ont pas subi de vagues de retraits importantes comme cela avait pu être le cas durant les crises précédentes.

**Benjamin Rousseau**

2018 et 2019 ont été deux années consécutives de décollecte sur les mid & small caps et de sous-performance par rapport aux grandes valeurs, ce qui est assez unique quand on observe le com-

## LES INTERVENANTS



**Raphaël Moreau,**  
gérant,  
Amiral Gestion



**Benjamin  
Rousseau,**  
gérant,  
Cogefi Gestion



**Aymeric Lang,**  
gérant,  
Erasmus Gestion



**Frédérique Caron,**  
gérante,  
Mandarine  
Gestion



**Nelly Davies,**  
gérante,  
Tocqueville  
Finance

**Amiral Gestion**  
ENTREPRENEURS INVESTIS

  
**COGEFI**  
Gestion

 **Erasmus**  
gestion

**MAN  
DAR  
INE**

  
**Tocqueville**  
FINANCE

portement de la classe d'actifs sur longue période. En matière de décollecte, il était difficile d'aller plus bas. Ainsi, au plus fort de la crise, en mars, il n'y a pas eu de décollecte majeure, ce qui en soi était un signal très positif, car cela signifiait qu'il n'y avait plus ce mouvement d'aversion au risque qui avait pu peser en 2018 et 2019. Jusqu'à fin octobre, les petites valeurs se sont comportées légèrement mieux que les grandes et, à partir de novembre, le scénario de sortie de crise qui s'est esquissé a véritablement signé le retour de l'appétit au risque chez les investisseurs : dans un tel contexte, les small caps, qui recèlent toujours de très belles histoires fondamentales, ont tiré leur épingle du jeu. Globalement, l'année 2020 a été très favorable aux gestions de stock picking. Il n'y a pas eu de décollecte sur notre classe d'actifs, et il y a eu, certes, de la volatilité, mais avec un « fly to quality » qui a bénéficié aux « stock pickers ». De plus, le thème de la digitalisation, qui s'est imposé avec cette crise du Covid-19, est bien représenté dans cet univers d'investissement riche en innovations.

### Nelly Davies

L'année 2020 a salué la thématique croissance sur les premiers mois, aussi bien sur les grandes valeurs que sur les mid & small caps, avec une forte surperformance des secteurs de la santé et de la technologie, notamment. Au fur et à mesure que nous approchions de la fin d'année, il y a eu un retour de confiance des investisseurs, qui se sont davantage projetés sur l'après-Covid. Les segments les plus cycliques et industriels ont pris le relais, avec une forte surperformance qui explique aussi le bon comportement de la classe d'actifs en 2020. Ces valeurs très sensibles au cycle économique sont en effet largement représentées dans ce segment de marché.

### Frédérique Caron

Nous croyons beaucoup à la progression des bénéfices nets par action comme moteur de croissance en Bourse. Il s'est passé en 2020 ce qui se passe habituellement sur les marchés en plusieurs



**« CES SOCIÉTÉS SONT DAVANTAGE DOMESTIQUES ET ONT TENDANCE À CAPTER DE MANIÈRE IMPORTANTE LA CROISSANCE. »**

**Nelly Davies,**  
gérante, Tocqueville Finance

d'euros, et les midcaps entre 1 et 4 milliards d'euros. Nous gérons deux fonds, l'un plutôt micro & small caps, et l'autre investi dans les mid & small caps, qui se sont très bien comportés en 2020. J'ajouterais que, plus on va vers les microcaps, plus on est sur un marché de spécialistes, peu sensible aux phénomènes de rotations sectorielles.

**Nelly Davies**

Il faut bien avoir en tête que le segment des microcaps, dont les capitalisations boursières sont inférieures à 150 millions d'euros, comporte des biais sectoriels importants, avec notamment une forte représentation des biotechs, dont les cours ont littéralement explosé sur la deuxième partie de l'année. Ce qui explique aussi le bon comportement des

trimestres, voire plusieurs années : quand il y a eu des craintes concernant la crise économique, avec une entrée brutale en territoire négatif comme en février et mars, les petites et moyennes valeurs européennes ont fortement baissé, un peu plus que les indices généraux, mais il n'y a pas eu de phénomène de liquidité, ce qui a limité la sous-performance. Il y a ensuite eu un rebond très fort quand les marchés ont commencé à envisager l'année 2021 avec la perspective d'une relance économique, phénomène qui profite généralement aux mid & small caps. Un certain nombre de valeurs cycliques ont permis de tirer la performance de la classe d'actifs.

**Aymeric Lang**

En prenant en compte les prévisions des analystes, nous constatons que les small caps ont été davantage touchées que les large caps en matière de révision des bénéfices par action, avec une baisse attendue de près de 60 % en 2020. Mais, sur 2021 et 2022, le rebond sera plus marqué, selon les anticipations des analystes. De sorte que les small caps seront les premières à tourner la page de cette crise, avec une hausse attendue des bénéfices par action supérieure à 15 % entre 2019 et 2022, contre moins de 10 % pour les grandes valeurs. Cela montre leur capacité de rebond et explique cette surperformance au quatrième trimestre. Les 10 points de surperformance entre le CAC Small et le CAC 40 datent de la fin de l'année.

**Comment définissez-vous cet univers d'investissement ?  
Les fonds que vous gérez sont-ils plutôt mid ou small caps ?  
Quelles sont les caractéristiques de ces valeurs ?**

**Benjamin Rousseau**

Chaque maison a sa propre définition des mid, small ou microcaps. Chez Cogefi Gestion, nous considérons que, en dessous de 150 millions d'euros de capitalisation boursière, il s'agit de microcaps. Les small caps se situent entre 150 millions et 1 milliard

microcaps par rapport aux mid ou small caps, y compris depuis le début de l'année.

**Aymeric Lang**

Nos bornes sont plus larges chez Erasmus Gestion que celles définies précédemment : jusqu'à 3 milliards d'euros de capitalisation boursière pour notre fonds investi dans les small caps, et entre 3 et 15 milliards pour les midcaps.

**Raphaël Moreau**

Notre fonds Sextant PME investit dans des sociétés éligibles au PEA-PME, donc de capitalisation boursière inférieure à 1 milliard d'euros.

**Frédérique Caron**

Il y a autant de définitions que de maisons de gestion. Pour notre part, nous nous référons à la classification Morningstar des seuils de marchés, actuellement de 400 millions à 2 milliards pour les small caps et de 2 à 10 milliards pour les midcaps.

**En dehors des perspectives de reprise économique plus favorables en 2021, quels sont les autres soutiens de la classe d'actifs ?**

**Raphaël Moreau**

C'est un des facteurs de soutien, mais nous voyons aussi un retour des flux également favorable à la classe d'actifs. Il y a eu ces derniers mois des marques d'intérêt pour les petites valeurs pas forcément suivies de passage à l'acte. Dès l'annonce de la mise sur le marché des vaccins, il y a eu une inversion de la vague de retraits qui avait commencé en mars 2018. Sur le quatrième trimestre, les fonds collectent grâce au regain d'appétit pour le risque, mais aussi au label Relance. Pour la première fois, nous avons vu une nouvelle typologie de clients s'intéresser aux fonds éligibles au PEA-PME en lien avec les plans d'épargne retraite suite à la loi

Pacte. Il y a une incitation fiscale pour les entreprises à flécher l'épargne retraite gérée pour leurs salariés vers les PEA-PME.

### Aymeric Lang

Cet élément technique de rebond des flux est très visible. Depuis le point bas du quatrième trimestre 2018, il y a un rebond progressif des flux vers les fonds investis dans les mid & small caps qui ont basculé en positif à partir du deuxième trimestre 2020, avec une accélération en fin d'année. Par ailleurs, les fondamentaux restent solides. Certes, les bénéficiaires par action ont baissé en 2020, mais ils vont rebondir dans les prochains mois. Quant aux bilans des small caps, ils sont bien plus sains que ce que nous avons connu lors des crises précédentes, en particulier qu'en 2007-2008. A l'heure actuelle, il n'y a pas de différence en termes de levier entre les small caps et les large caps, alors qu'historiquement les premières avaient tendance à abuser de ce levier financier de l'endettement. C'est un élément rassurant pour les investisseurs, qui considèrent qu'il est plus sain aujourd'hui d'investir dans la classe d'actifs.

### Frédérique Caron

Sur le long terme, les petites et moyennes valeurs surperforment avec une volatilité similaire aux indices généraux. Elles sont moins bien suivies par les analystes sell-side, donc il est possible de générer de l'alpha en allant chercher des petites sociétés qui deviendront les grandes de demain. A court terme, en plus de la reprise économique, le M & A est également un facteur de soutien. De nombreuses entreprises ayant un bilan assaini peuvent faire des acquisitions ou sont les cibles privilégiées de certains groupes qui ont la capacité de s'offrir des leaders sur des niches de marché. Les opérations sont d'ailleurs reparties au second semestre 2020 et restent dynamiques.

### Nelly Davies

Sur le segment des mid et small caps, il faut distinguer les éléments structurels des éléments plus conjoncturels. La classe d'actifs surperforment les grandes valeurs sur le long terme, et moins dans les phases de ralentissement économique car les mid & small caps sont plus sensibles au cycle économique avec un levier opérationnel plus fort. Elles surperforment dans les phases de reprise cyclique. De façon structurelle, c'est un segment où l'on trouve des sociétés opérant sur des marchés de niche, avec des barrières importantes à l'entrée, détenues par leurs fondateurs ou par leurs salariés avec un alignement des intérêts très fort. Ces sociétés sont gérées avec des perspectives de croissance à long terme. Elles sont traditionnellement plus au début de leur cycle de vie et peuvent capter plus d'opportunités de croissance. Sur les atouts conjoncturels, nous sommes dans une phase de reprise cyclique,

on l'espère, en tout cas, avec l'arrivée des vaccins. Ces sociétés sont davantage domestiques et ont tendance à capter de manière importante la croissance.

### Benjamin Rousseau

Structurellement, les small caps ont tendance à surreprésenter ce qui marche le mieux dans l'économie, les nouvelles tendances en matière de consommation, de production, les thématiques d'innovation et de digitalisation... Il y a aussi dans ce segment de valeurs une bien meilleure discipline financière qu'il y a dix ans. Et certaines sociétés, déjà impactées par le ralentissement économique avant 2020, avaient mis en place des mesures de réduction des coûts. Aujourd'hui, dès lors que la collecte repart, tous les voyants sont au vert pour la classe d'actifs. Enfin, il y a également une dimension spéculative sur un certain nombre de dossiers : en France, en 2020, plusieurs sociétés sont ainsi sorties de la cote ou sont en passe d'en sortir. C'est un facteur de soutien pour la classe



**« LES FONDS COLLECTENT GRÂCE AU REGAIN D'APPÉTIT POUR LE RISQUE, MAIS AUSSI AU LABEL RELANCE. »**

**Raphaël Moreau,**  
gérant, Amiral Gestion

d'actifs et son niveau de valorisation. Quand on compare le coté et le non-coté, la valorisation des sociétés cotées est loin d'être aberrante ! De belles petites sociétés sont notamment reprises par des fonds de private equity ou par leurs fondateurs associés à des fonds.

**Ces retraits de la cote sont-ils compensés par des introductions en Bourse ? L'univers d'investissement se renouvelle-t-il ? De nouvelles thématiques font-elles leur apparition ? Vous intéressez-vous aux nouveaux entrants ?**

### Benjamin Rousseau

Une étude assez récente avait montré que la Suède était le seul pays en Europe où il y avait eu un accroissement de la cote en une décennie. Dans les autres pays, il y a eu plus de retraits que d'introductions en Bourse. C'est un vrai sujet. Il y a eu très peu d'introductions en Bourse l'an dernier en France, par exemple.

D'où l'importance d'avoir une vraie approche européenne pour élargir le « terrain de chasse » et saisir les belles opportunités, où qu'elles se trouvent.

**Nelly Davies**

En France, sur ce segment de la cote, il y a eu 31 OPA en 2019 et 33 en 2020. Sur ces deux années, il y a eu huit puis sept introductions en Bourse. Le renouvellement du segment est donc faible.

**Aymeric Lang**

De plus, de nombreuses introductions en Bourse ne se sont pas très bien passées ces dernières années. Cela n'encourage pas les investisseurs à s'intéresser à ces opérations ni les sociétés à venir chercher des capitaux en Bourse. Pour un dirigeant de société, les multiples de valorisation appliqués aujourd'hui sur le non-coté sont 20 à 30 % supérieurs à ceux du coté. Ça pose une question structurelle et souligne le manque d'attractivité de la cote pour les small caps.

**Raphaël Moreau**

Un constat, en effet : la France est le pays qui souffre le plus de cette attrition de la cote. D'où l'importance d'avoir accès au gisement européen pour bénéficier d'une meilleure profondeur de jeu. Les écarts de valorisation entre le coté et le non-coté expliquent bien ces retraits nets.

Dans la vague d'OPA à laquelle nous avons assisté, beaucoup de fondateurs déjà actionnaires ont tenté des retraits de la cote compte tenu de prix alléchants. C'est le cas de Devoteam en juillet ou de Groupe Open, qui a proposé une prime de 41 % sur le dernier cours coté. Le cours de Bourse valorise la société 40 % du chiffre d'affaires environ, alors que le multiple est plutôt de un dans le secteur. Cela explique qu'il soit tentant de sortir une société de Bourse et inversement pour les sociétés de trouver d'autres solutions type private equity. Si les small caps françaises et européennes étaient mieux valorisées en Bourse, il y aurait moins d'attrition, voire une reconstruction de la cote.

**Frédérique Caron**

Il y a quand même des introductions en Bourse au niveau européen. Le marché s'était fermé en 2020, mais il y a actuellement une fenêtre d'opportunité. Certaines opérations sont présentées au marché, notamment en Grande-Bretagne et en Allemagne, ce qui laisse penser à un regain d'activité.

**Dans les pays les plus dynamiques en matière d'introductions en Bourse, voit-on de nouveaux secteurs représentés ? Les énergies renouvelables, par exemple ?**

**Aymeric Lang**

Le secteur des énergies renouvelables attire en effet les investisseurs, et certains acteurs comme les producteurs d'hydrogène commencent à arriver en Bourse. Les flux en faveur des investissements responsables favorisent les valorisations de ces sociétés et rendent donc la Bourse plus attractive.

**Comment avez-vous accueilli l'annonce de la création du label Relance ? Qu'en attendez-vous ?**

**Raphaël Moreau**

Le label a vocation à identifier les fonds qui sont au plus près de l'économie réelle qu'incarnent assez bien les small caps, qui ont des problématiques concrètes de financement. Nous avons obtenu le label pour plusieurs de nos fonds, Sextant PME et le fonds de place Nova 2. On peut toujours discuter des critères d'obtention du label, qui sont relativement souples puisqu'il suffit d'avoir 10 % de petites sociétés françaises en portefeuille pour être éligible. Il y a cependant un certain nombre d'engagements qui vont avec, autour du financement des entreprises et de l'ESG, l'objectif étant que le fonds soit mieux noté sur ces critères que son univers d'investissement. Ce label participe à la dynamique en faveur de l'ESG. Certains clients institutionnels souhaitant construire une offre autour du label Relance nous ont demandé de labelliser nos fonds.

**Benjamin Rousseau**

Nous avons également obtenu le label Relance pour notre fonds Cogefi Chrysalide dédié aux micro et small caps françaises et européennes. Ce label va dans le bon sens, puisqu'il permet de financer l'économie réelle tout en veillant à la mise en place de critères ESG. C'est incontestablement un plus pour accroître la collecte sur cette classe d'actifs. Cependant, il faut se rappeler que le PEA-PME, qui avait mis un peu de temps à démarrer, avait ensuite drainé rapidement – un peu trop sans doute – une collecte importante jusqu'en 2017. Il faut espérer que les sociétés de gestion ne reproduisent pas la même erreur et aient cette fois une approche plus diversifiée, plus européenne pour ne pas concentrer les flux uniquement sur le mar-



**« A COURT TERME, EN PLUS DE LA REPRISE ÉCONOMIQUE, LE M & A EST ÉGALEMENT UN FACTEUR DE SOUTIEN. »**

**Frédérique Caron,**  
gérante, Mandarine Gestion

ché français et permettre au contraire une revalorisation, dans la durée et avec moins d'à-coups, de cette classe d'actifs.

### Raphaël Moreau

Jusqu'en 2017, il y a eu beaucoup d'enthousiasme pour ce segment de la cote, notamment pour les valeurs françaises après l'élection de Macron, mais l'enveloppe fiscale PEA-PME n'a pas été un franc succès et n'a pas drainé beaucoup d'épargne. Ce sont les bonnes performances du segment small caps France qui ont aiguisé l'appétit des investisseurs. De même, à partir de 2018, la contre-performance a entraîné des retraits importants. Le gouvernement a réfléchi à la manière de rendre plus durable l'intérêt pour ces valeurs en créant notamment le label Relance. Ce label est octroyé pour quatre ans et a pour but de flécher l'épargne dans le cadre de la relance économique. Il y a d'autres phénomènes plus structurels comme le fléchage de l'épargne retraite, qui est à plus long terme.

### Nelly Davies

Ce label Relance a deux avantages : la mise en lumière d'une classe d'actifs peu connue du public, et l'accent mis sur les critères ESG. Nous savons qu'il est difficile pour ces petites sociétés de se plier à cet exercice. Les agences de notation délaissent complètement cette classe d'actifs ou, en l'absence d'informations, les sanctionnent souvent par des notes négatives. Ce label peut donc permettre aux gérants de fonds et aux dirigeants de société d'avancer main dans la main sur cet effort collectif et de travailler ensemble pour améliorer la qualité de leurs pratiques et de leur reporting ESG.

**Comment intégrez-vous aujourd'hui les critères ESG dans vos gestions ? Avez-vous accès à l'information nécessaire à une analyse extra-financière avant de sélectionner les titres ? Sur cette classe d'actifs, vos fonds ont-ils le label ISR ?**

### Aymeric Lang

C'est difficile pour un fonds investi dans les small caps d'obtenir un label ISR, en raison du manque de suivi des agences de notation. Il y a beaucoup de valeurs, et certaines ne sont pas très transparentes sur certaines données, donc il faut consacrer plus de temps à l'analyse. Pour une société de gestion, cela se traduit par des investissements importants en interne. C'est ce que nous faisons chez Erasmus Gestion avec le recrutement d'un analyste dédié à la notation de la partie de l'univers non notée par les agences. Pour le fonds que je gère, l'univers d'investissement comprend entre 500 et 600 valeurs, et environ 150 ne sont pas notées. Pour obtenir le label ISR, ce que nous visons d'ici à la fin du premier trimestre, nous avons besoin d'avoir nos propres analyses. Cela prend du temps, mais le jeu en vaut la chandelle.



**« LE SEGMENT DES SMALL CAPS REGROUPE DES SOCIÉTÉS TRÈS CRÉATRICES D'EMPLOIS, QUI DEVRAIENT BÉNÉFICIER DES PLANS DE RELANCE. »**

**Aymeric Lang,**  
gérant, Erasmus Gestion

### Frédérique Caron

Chez Mandarinne Gestion, plus de 50 % des encours sont aujourd'hui labellisés ISR, dont notre fonds investi dans les micro-caps, qui a obtenu le label ISR grâce à notre recherche interne. Les agences de notation ont tendance à mettre les sociétés dans des cases et à mal les noter si elles ne rentrent pas dans ces cases. Donc nous avons décidé de mettre en place des critères pour lesquels nous récoltons les informations, ce qui nous a permis d'obtenir le label. Les petites sociétés ont plus de difficultés à communiquer sur les critères ESG, mais cela ne signifie pas pour autant qu'elles font mal les choses. Parfois, elles n'ont tout simplement pas les ressources nécessaires en interne mais ont toutes bien identifié ces enjeux. Elles font de plus en plus d'efforts pour collecter des données en interne et les rendre accessibles aux investisseurs.

### Raphaël Moreau

L'accès à l'information extra-financière est sans doute plus faible dans cet univers d'investissement, mais le thème de l'ESG est en perpétuelle évolution. Il y a beaucoup de réflexions sur ce sujet, comme il y en a eu par le passé sur l'harmonisation des normes comptables. Tout ne s'est pas construit en un jour. Les enjeux de définition des standards sont colossaux pour faire converger les pratiques. Sur ce sujet, l'Europe ne doit pas être en reste alors que les acteurs privés se sont également emparés du sujet. L'objectif est de parvenir à mettre en place un reporting ESG standardisé mais, d'ici à ce que ce soit fait, tout le monde développe son approche. Les agences de notation couvrent l'univers de manière imparfaite et, souvent, ne sont pas d'accord d'entre elles. Ce qui peut aboutir à des notes différentes pour une même valeur, car elles n'ont pas la même méthodologie. Chez Amiral Gestion, nous avons pris le parti de recourir à une agence externe, mais de pondérer également avec des critères internes. Les analystes se chargent de l'analyse extra-financière comme partie intégrante du processus d'évaluation. Nous espérons labelliser un premier fonds dans les tout prochains mois.

**Benjamin Rousseau**

Toute la difficulté réside dans l'accès à l'information. Un des deux fonds que je gère a une exposition nordique importante et, dans cette partie de l'Europe, les sociétés communiquent déjà beaucoup sur les sujets ESG. Dans le reste de l'Europe, c'est plus lacunaire. L'information peut exister, mais les sociétés n'ont pas forcément le temps et les moyens de communiquer dessus. Nous essayons, chez Cogefi Gestion, d'avoir une approche de terrain, de rencontrer les managers et de faire des visites de sites pour bien connaître les sociétés et aussi nous imprégner de leur culture d'entreprise. Ces visites permettent souvent d'apprécier concrètement les initiatives prises en matière de politique sociale, par exemple. Par ailleurs, et ce avant même l'essor de l'ISR tel qu'on le connaît, les questions de gouvernance étaient naturellement intégrées dans notre processus de gestion : avoir de beaux fondamentaux ne suffit pas, la qualité de la gouvernance constituait déjà un critère important dans notre décision d'investissement.

**Vous évoquez l'importance de rencontrer les dirigeants, de visiter les sites, etc. Comment travaillez-vous depuis mars 2020 ?**

**Frédérique Caron**

Durant cette crise sans précédent, nous avons eu de nombreux contacts avec les entreprises, même si elles n'avaient pas beaucoup de visibilité. Elles ont été agiles et ont eu à cœur de communiquer sur ce qu'elles faisaient pour faire face à cette situation inédite – protéger les salariés et s'assurer un niveau de liquidités suffisant pour traverser la crise. Rien ne remplace le contact humain, et nous avons hâte de les revoir en face-à-face, mais nous avons des outils qui nous permettent un contact régulier, notamment durant les publications ou les visioconférences organisées pour rencontrer les dirigeants.

**Benjamin Rousseau**

La digitalisation dont on parle beaucoup a aussi touché nos métiers, et les sociétés cotées ont adapté leur communication vis-à-vis des investisseurs : il n'y a pas eu de rupture. Les contacts ont été fréquents. Les visites de sites ont, en effet, été mises à l'arrêt, mais elles reprendront dès que le Covid-19 sera derrière nous.

**Vous avez eu des contacts réguliers avec des sociétés dans lesquelles vous étiez déjà investis... Mais en avez-vous fait entrer de nouvelles dans vos portefeuilles depuis le début de la crise ?**

**Benjamin Rousseau**

En 2020, au plus fort de la crise comme dans les mois qui ont suivi, il n'y a eu aucune rupture dans la façon de gérer nos portefeuilles : contacts sociétés réguliers quoique « virtuels », entrées et sorties de titres au gré des opportunités...

**Nelly Davies**

Nous suivons tous cet univers d'investissement depuis de nombreuses années. Quand nous rentrons un titre en portefeuille, ce n'est pas forcément une découverte mais peut-être une société que

nous connaissons déjà et pour laquelle le contexte redevient plus porteur. En 2020, par exemple, nous avons progressivement délaissé les valeurs de croissance au profit de sociétés plus cycliques qui avaient particulièrement souffert de la crise mais dont le positionnement de qualité promettait une sortie de crise positive.

**Aymeric Lang**

Grâce au digital, j'ai eu l'occasion de discuter encore davantage avec les entreprises détenues en portefeuille. Cela a permis aux sociétés de multiplier les contacts avec les analystes et les gérants. Elles ont souffert d'un grand manque de visibilité, mais les voir physiquement n'aurait rien changé à ça.

**Frédérique Caron**

Au fil des années, nous sommes amenés à suivre beaucoup d'entreprises. Il est possible d'investir sans les rencontrer physiquement durant cette période. Le virtuel a permis de compenser les échanges directs de manière satisfaisante.

**Nelly Davies**

Nous avons rencontré 1 200 entreprises en 2020, essentiellement en virtuel, certes, mais cela nous a permis de rechercher de nouvelles idées ou de valider les cas d'investissements dans nos positions existantes.

**Quels sont les risques à court et moyen terme pour cette classe d'actifs : une reprise qui tarderait à se concrétiser, des valorisations tendues dans certains secteurs, etc. ?**

**Aymeric Lang**

Le principal risque concerne la liquidité. L'an dernier, la situation n'a pas été aussi dramatique qu'en 2018, mais nous surveillons ce risque de très près. Par ailleurs, nous sommes attentifs à la solidité financière des entreprises. La situation bilancielle des petites entreprises s'est améliorée, mais c'est un segment qui a connu quelques faillites retentissantes. Il est donc important de surveiller ces fondamentaux.

**Nelly Davies**

Outre la liquidité et le risque de défaut déjà mentionnés, il y a le risque que la reprise économique ne se matérialise pas. Si le scénario de sortie de crise devait se compliquer, ces valeurs très sensibles à la reprise souffriraient.

**Raphaël Moreau**

Beaucoup d'indicateurs sont au vert : les vaccins, les perspectives de reprise économique, le soutien des gouvernements et des banques centrales, des valorisations raisonnables. En revanche, l'idée d'une perte d'efficacité des vaccins à cause d'une mutation du virus est inquiétante. Ce serait très négatif pour le marché en général.

**Benjamin Rousseau**

La liquidité reste bien sûr le risque majeur sur notre classe d'actifs. Mais nous avons connu deux années de décollecte puis une



**« LE THÈME DE LA DIGITALISATION, QUI S'EST IMPOSÉ AVEC CETTE CRISE DU COVID-19, EST BIEN REPRÉSENTÉ DANS CET UNIVERS D'INVESTISSEMENT RICHE EN INNOVATIONS. »**

**Benjamin Rousseau,**  
gérant, Cogefi Gestion

mobiles, distributeurs d'acier, secteurs liés au tourisme. Un quart du fonds est exposé aux valeurs qui profitent de la pandémie comme les acteurs du e-commerce. Ces derniers ont déjà réalisé un beau parcours en 2020, mais conservent du potentiel car la situation sanitaire reste complexe. On constate aussi une accélération structurelle des taux de pénétration du e-commerce dans certains segments, notamment dans l'ameublement. Le reste du portefeuille est investi dans des sociétés résilientes qui, une fois passé l'effet initial de sidération, se sont adaptées. Elles devraient rapidement retrouver leur niveau d'activité d'avant-crise, avant de renouer avec la croissance. Le fonds est assez agnostique sur la sortie, plus ou moins longue, de la crise sanitaire.

année neutre du côté des flux, je n'ai donc pas vraiment d'inquiétude. Et d'un point de vue macro, nous sommes dans un scénario de reprise avec des banques centrales accommodantes. Quant aux indices, le CAC Small a retrouvé son niveau de 2017 et les indices européens small caps sont globalement à ce niveau-là aussi. Ce qui ne semble pas aberrant dans le contexte actuel de reprise économique. Le curseur de risque me semble donc assez faible aujourd'hui.

### **Frédérique Caron**

Le principal risque serait en effet que la reprise économique ne se matérialise pas. Nous sommes par ailleurs attentifs à l'évolution des devises et du dollar ainsi qu'aux matières premières, à tout ce qui pourrait nuire à la compétitivité de nos champions. Les risques politiques sont à prendre en compte également, même si nous ne gérons pas en fonction de la politique. Nous ne savons pas encore, par exemple, quel sera l'impact du Brexit sur le consommateur anglais et les entreprises anglaises. Nous sommes aussi attentifs à ce qui se passe en Italie.

### **Quels sont les thèmes et secteurs à privilégier dans les mois à venir ?**

#### **Nelly Davies**

Nous avons un gros biais sur le segment des valeurs industrielles (près de 50 %) dans nos portefeuilles investis dans les midcaps. Nous avons clairement fait le pari de la reprise économique. Nous privilégions également cette cyclicité dans le segment de la technologie, avec une forte représentation du secteur des semi-conducteurs, dont les fondamentaux sont très sains et qui profite d'un déséquilibre conjoncturel fort entre l'offre et la demande.

#### **Raphaël Moreau**

Un quart du portefeuille est investi dans des valeurs cycliques et des sociétés affectées par la pandémie : équipementiers auto-

#### **Aymeric Lang**

Nous mettons en valeur trois thèmes. La digitalisation est devenue un thème structurel dont la croissance s'est accélérée pendant la crise. Il s'agit d'une tendance forte et de long terme, avec des acteurs comme Esker qui vont émerger comme des champions européens. La reprise économique est le deuxième thème privilégié, avec une surpondération des biens d'équipement et des matériaux de construction. Le segment des small caps regroupe des sociétés très créatrices d'emplois, qui devraient bénéficier des plans de relance. Le dernier thème concerne la transition énergétique, une autre tendance de fond sur laquelle nous sommes surpondérés.

#### **Frédérique Caron**

Nous avons, dans le fonds, des poches de croissance bien identifiées : environ 25 % de valeurs liées à la digitalisation qui s'est accélérée, 10 à 15 % de valeurs dans la transition énergétique et, dans la même proportion, des acteurs de la santé qui profitent de tendances structurelles comme le vieillissement de la population. De façon globale, le fonds est exposé à 55 % à des valeurs cycliques et à 45 % à des valeurs défensives.

#### **Benjamin Rousseau**

Le portefeuille est aujourd'hui plus équilibré que ce que nous pouvions avoir il y a un an. Il y a plus de potentiel identifiable dans des secteurs cycliques actuellement mais, pour autant, beaucoup de valeurs de croissance « structurelle » n'ont pas dit leur dernier mot, même si elles ont été les gagnantes de la crise. Elles ont de solides fondamentaux, des bilans sains, et génèrent de la croissance et du cash-flow. Et certaines devraient continuer de profiter en 2021 du M & A. Enfin, nous avons en portefeuille des valeurs liées à la consommation, à la fois en ligne et/ou via les commerces physiques. Le portefeuille est exposé à tous ces thèmes, mais nous conservons clairement une approche de stock picking avec un focus sur la qualité des fondamentaux et le momentum des résultats pour 2021. ■

Propos recueillis par Catherine Rekek