



BRUNO JEHLE, MEMBRE DE LA SFAF, A REJOINT IDMIDCAPS EN 2005, comme analyste sur le segment des valeurs technologiques. Aujourd'hui associé, il s'occupe également des analyses macroéconomiques et du développement des outils statistiques et informatiques mis à disposition des équipes et des clients de la société. Bruno est titulaire d'un *Bachelor in Business Administration* de l'Essec.

Investir sur les valeurs moyennes - Une mesure objective du risque ?

Même en intégrant les défauts de certaines sociétés, l'investissement en valeurs moyennes s'avère rémunérateur. Telle est la principale conclusion d'une étude conduite par IDMidCaps sur la période 2005-2013 qui s'appuie sur la méthode d'évaluation du "Z Score d'Altman". De quoi encourager les épargnants à orienter leur épargne vers ce type de sociétés¹ !

La société IDMidCaps a réalisé une étude pour l'Observatoire du financement des Entreprises par le marché (qui réunit la CDC, la Banque de France, la SFAF, Euronext, l'AMF, le Medef, Middlednext, le ministère des Finances et la médiation du Crédit) pour répondre à une question simple : l'investissement en valeurs moyennes est-il risqué ?

Le premier travail a été de déterminer les défaillances observées sur les sociétés cotées (compartiments B, C et Alternext typologie de *Small & Midcaps*) ayant fait l'objet d'un événement de crédit (placement en redressement judiciaire ou cessation de paiement) sur la période 2005-2013 et d'en déduire les performances d'un investissement dans ce segment des valeurs moyennes sur la période considérée.

La mission a également consisté à présenter une méthodologie quantitative pertinente afin de déterminer si des signaux précurseurs aux événements de crédit ont été per-

ceptibles dans les publications des sociétés. La méthode recommandée par notre équipe a été de retenir une méthode parfaitement reconnue et documentée – le Z Score d'Altman² – qui est un instrument de synthèse permettant la prévision de la défaillance d'une entreprise à partir d'un certain nombre de ratios. Son avantage est la simplicité : plus le score est élevé moins la société présente un risque de faillite ; moins il est élevé, plus la probabilité s'accroît. Cette méthode est également intéressante dans la mesure où elle considère des mesures financières jumelées et non séparées. Pour juger de la situation financière d'une entreprise la régression prend en compte plus d'un aspect à savoir la liquidité, la solvabilité, la rentabilité, l'activité et la croissance. Sa limite est le fait de pouvoir disposer de données financières fiables, ce qui est le cas pour l'échantillon observé composé de sociétés cotées sur des marchés réglementés (compartiments B, C) et régulés (Alternext) avec la nécessité

LISTED SME-ETI POPULATION: A STUDY ABOUT PERFORMANCES AND FAILURES

As part of a study commissioned by the French Capital Market Observatory, IDMidCaps has in collaboration with the French National Bank measured the performances and failures of the listed SME-ETI population over the past 9 years. The average default rate is low and close to that within the non-listed sphere. Their stock-market performance is superior to that of the large companies.

*Bruno Jehle, IDMidCaps
www.revueanalysefinanciere.com*

- de publier des comptes consolidés et dont le siège social est en France.

PME ET ETI, LE JEU EN VAUT LA CHANDELLE!

Les résultats et le détail des données permettent de tirer quelques grandes "idées-forces" à commencer par le fait que l'investissement dans des PME-ETI cotées est certes statistiquement plus risqué (taux de défaillance de 1,7 % en moyenne sur la période soit 71 entreprises également réparties en nombre en PME -36- et ETI -35) que dans des grandes valeurs (aucun défaut). Mais le risque en vaut clairement la chandelle. Sur l'échantillon analysé (environ 450 valeurs sur la période),

il apparaît que plus de 70 % à 80 % des défaillances étaient prédictibles en utilisant le Z Score et que pour celles dont le scoring ne prévoyait pas la défaillance, une analyse fondamentale simple permettait de faire monter ce résultat à plus de 95 % (que fait la société ? qui sont ses clients ? son modèle est-il consommateur de *cash* pour se développer ?). L'exemple de défaillance le plus frappant a été celui d'eBizcuss, distributeur de produits Apple, qui présentait un Z-score élevé supérieur à 3 (donc pas de risque du point de vue de l'analyse quantitative) mais qui a disparu en quelques mois. Pourquoi ? Parce qu'Apple a décidé de reprendre la distribution

Sur l'échantillon analysé (environ 450 valeurs sur la période), il apparaît que plus de 70 % à 80 % des défaillances étaient prédictibles en utilisant le Z Score.

de ses produits à son compte et a tout simplement arrêté de livrer ses produits à ses partenaires APR (*Apple Premium Reseller*). Plus de produit à vendre, donc plus de chiffre d'affaires.

L'analyse des défaillances montre également que les entreprises ayant subi un "événement de crédit" sont plutôt matures (32 ans d'existence et cotées depuis 21 ans). Moralité : il vaut mieux être au final une biotech (aucun cas de défaut sur la période même pour les historiques de la cote comme Transgène et Nicox cotées depuis plus de 12 ans) ou une medtech (un seul cas avec la société Tekka spécialisée dans les prothèses dentaires). En dépit d'un profil de

3 QUESTIONS À BRUNO JEHLÉ, ASSOCIÉ CHEZ IDMIDCAPS

Quelle pourrait être la suite de cette étude ? Peut-on envisager une réalisation similaire pour les sociétés non cotées ?

La mise à jour de cette étude sur une base annuelle permettrait de proposer un baromètre "public" des performances et des défaillances de la cote française. Sa transposition à l'univers du non coté serait d'intérêt général mais plusieurs freins s'y opposent parmi lesquels l'accès aux comptes des sociétés, la fiabilité de l'information financière et, aussi, la capacité à identifier et filtrer les doublons de la population étudiée, c'est-à-dire éliminer les comptes sociaux des sociétés faisant l'objet d'une consolidation par une autre entité. Les échanges informels que nous avons eus avec la Banque de France sur le sujet montrent que le taux de défaillance n'est pas très différent d'une population à l'autre.

Fort des premiers constats, quels principaux messages adressez-vous à vos clients investisseurs et aux émetteurs ?

La perception des investisseurs non spécialisés dans les PME-ETI quant au niveau de risque de cette classe d'actifs par rapport aux grandes entreprises est souvent décorrélée de la réalité. Nous voyons ici que le taux de défaillance des PME-ETI cotées est faible et que ces entreprises offrent en plus une source de performance boursière plus élevée. Il subsiste simplement un manque de proximité entre émetteurs et investisseurs. Il existe par ailleurs des méthodes empiriques largement documentées permettant de déceler le risque en amont dans la plupart des cas. Ces outils ne remplaceront jamais l'analyse fondamentale mais ils constituent un bon point de départ.

Comment entrevoyez-vous le financement de la recherche, à l'aune du document transmis par l'ESMA à la commission européenne le 19 décembre dernier ? Quelles perspectives pour la recherche sur les PME et ETI ?

Des études ont montré que les propositions de l'ESMA risquent de réduire drastiquement la recherche fondamentale sur les PME-ETI et d'autant plus celle produite par les analystes indépendants qui ne sont pas rémunérés par les émetteurs. Nous partageons ce point de vue. Avec la facturation de la recherche transférée à leur charge, les sociétés de gestion vont naturellement protéger leurs marges et consommer moins de recherche externe. Au final, l'objectif de l'ESMA qui est de "rendre" plus de performance aux souscripteurs ne sera pas atteint. On aura simplement détruit de la valeur dans un secteur qui a déjà beaucoup souffert ces dernières années.

risque élevé, celles-ci trouvent toujours le moyen de se refinancer, ce qui n'est pas le cas d'une société traditionnelle en proie aux affres de la mondialisation, comme DMC qui a périclité en 2009. Le groupe textile avait été créé en 1746...

Autre enseignement intéressant, la défaillance d'une entreprise n'est pas non plus un processus parfaitement "darwinien" (le plus fort survit, le plus faible non). Pour s'en convaincre, il suffit de regarder la capacité de survie d'une société comme Belvédère (fonds propres fortement négatifs à fin 2011 et dettes abyssales avec un Z-score très négatif) qui aujourd'hui se retrouve dans une situation normalisée mais au prix d'une dilution massive pour les investisseurs minoritaires. À l'inverse, ANovo n'était pas du point de vue du Z-score dans une situation aussi grave (il ressortait à 2,6 sachant que 3 est une zone de confort dans le modèle), mais la société a fait l'objet d'une radiation début 2012. Récemment, la presse a expliqué que le fonds de Walter Butler, désigné par le tribunal de commerce pour la reprendre fin 2011 (et l'a restructurée tout en y injectant des fonds), a reçu une offre de rachat d'une centaine de millions d'euros de la part de l'industriel américain Ingram Micro. Pour l'actionnaire minoritaire, le taux de recouvrement en cas de défaillance est nul; mieux vaut sortir au plus vite quand les choses tournent mal.

LES PME-ETI, CHAMPIONNES DE LA CRÉATION D'EMPLOIS EN FRANCE

Mais si le risque de défaut est plus élevé, la performance comparée des

indices Grandes Valeurs (CAC 40) vs PME-ETI (CAC Mid & Small) apparaît clairement en faveur du segment des valeurs moyennes. Sur la période 2005-2013, la surperformance des indices valeurs moyennes est assez marquée puisque le CAC Mid & Small (dividendes non réinvestis) progresse de 91,7 % alors que le CAC 40 (dividendes non réinvestis) a enregistré une progression de 11,4 % soit 80,3 points de surperformance. Depuis 2005, le CAC Mid & Small a surperformé 7 fois sur 10 le CAC 40 (8 fois sur 11 en prenant en compte 2014). Les seules années de sous-performance sont 2007, 2008 et 2011, illustrant le phénomène de *fly to quality and liquidity*.

En conclusion, cette étude montre que malgré les chocs historiques que l'économie mondiale a subis (crise des *subprimes* et des dettes en zone euro), l'investissement dans les *Small & Midcaps* est très rémunérateur même en intégrant les défauts: un portefeuille équilibré prenant en compte les sociétés défaillantes aurait produit un gain en capital de 88,4 % sur la période. En éliminant les défauts, le gain en capital atteint 102,2 %.

À l'heure où beaucoup de Français réfléchissent (enfin!) à se construire une épargne pour leur retraite, l'investissement en valeurs moyennes au travers d'un PEA et/ou d'un PEA-PME apparaît presque comme une évidence. Faut-il rappeler que les PME et ETI sont celles qui créent de l'emploi en France et qui sont majoritairement fiscalisées en France? Un seul chiffre: les sociétés qui composent le portefeuille du fonds Nova2 (fonds dédié à l'investissement en PME-ETI cotées sur Alternext, Euro-

L'analyse des défaillances montre également que les entreprises ayant subi un "événement de crédit" sont plutôt matures (32 ans d'existence et cotées depuis 21 ans). Moralité : il vaut mieux être au final une biotech (aucun cas de défaut sur la période même pour les historiques de la cote comme Transgène et Nicox cotées depuis plus de 12 ans) ou une medtech (un seul cas avec la société Tekka spécialisée dans les prothèses dentaires).

list C et B géré par Amiral Gestion pour le compte des assureurs et de la CDC) affichent une croissance des effectifs de 23 % entre 2007 et 2013 alors que sur la même période l'emploi salarié en France a baissé de 3 %. Deux critères qui, d'un certain point de vue, sont les plus objectifs dans le cadre d'un investissement socialement responsable. ■

(1) Article également disponible sur le site *IDMidCaps* et sur la site de l'Observatoire du financement des entreprises sur le marché (OFEM).

(2) Voir à ce sujet l'article de E. Daugéras, président de la commission Évaluation de la SFAF; édition n° 54 (Janvier - Mars 2015 p. 85 « Le scoring: une autre lame du couteau suisse de l'analyste ? ».